

ÍNDICE

	Págs.
<i>Nota Prévía</i>	7
ISABEL ALEXANDRE, <i>Investidor institucional, não institucional equiparado e investidor comum</i>	9
CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, <i>Direito a dividendos no âmbito de Oferta Pública de Aquisição de Acções</i>	29
MARIA HELENA BRITO, <i>A Convenção da Haia sobre a lei aplicável a certos direitos respeitantes a valores mobiliários depositados num intermediário</i>	91
PAULO CÂMARA, <i>As operações de saída do Mercado</i>	127
CRISTINA SOFIA DIAS, <i>O regulamento n.º 7/2002 da CMVM: Certificados</i>	185
KLAUS HOPT, <i>A harmonização do Regime das Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) na Europa</i>	215
SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, <i>A protecção dos investidores na sociedade da informação</i>	241
GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, <i>O dever dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa de informar sobre factos relevantes</i>	273
MANUEL BOTELHO DA SILVA, <i>Os sistemas alternativos de negociação ou a Bolsa como instrumento do princípio da igualdade</i>	309
PAULA COSTA E SILVA, <i>Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos</i>	325
ALEXANDRE LUCENA E VALE, <i>Consultoria para investimento em valores mobiliários</i>	405
<i>Trabalhos de alunos</i>	
DIOGO DRAGO, <i>Actos abstractos e circulação de valores mobiliários</i>	519

AS OPERAÇÕES DE SAÍDA DO MERCADO

PAULO CÂMARA (*)

*Assistente da Faculdade de Direito de Lisboa
e Director do Departamento de Supervisão
de Informação Financeira e de Operações da CMVM*

SUMÁRIO: § 1.º As operações de saída de mercado: introdução e quadro geral; 1. Apresentação do tema; 2. Delimitação negativa: a extinção do valor mobiliário; 3. Os interesses em jogo e os principais vectores do regime adjacente. § 2.º A exclusão de cotação; 4. A admissão à negociação em mercado; quadro geral; 5. Exclusão; terminologia e classificações; 6. Exclusão de cotação e protecção de accionistas minoritários. § 3.º A perda de qualidade de sociedade aberta; 7. Elementos gerais; 8. Os pressupostos da perda de qualidade. § 4.º A transmissão potestativa mobiliária; 9. Experiências jurídicas de base; principais problemas de política legislativa; 10. Transmissão potestativa mobiliária e societária: confronto dos regimes; 11. Pressupostos e processo; em especial, a oferta antecedente; 12. A contrapartida; 13. Balanço final sobre o instituto. § 5.º Síntese conclusiva.

§ 1.º As operações de saída de mercado: introdução e quadro geral

1. Apresentação do tema

I — Todos os mercados conhecem ciclos. O mercado bolsista não constitui excepção. Os momentos de alta bolsista (designados *bull markets*) são seguidos por fases de baixa de cotações (*bear markets*), até novo ciclo de valorização bolsista — e assim sucessivamente.

Também se constata empiricamente que aos diversos momentos do ciclo de mercado correspondem tendências igualmente diversas nas ope-

(*) As opiniões aqui expressas são-no a título individual.

rações de dispersão e de concentração do capital social. Assim, as fases de alta de cotações estimulam novas sociedades a distribuir pelo mercado ações representativas do seu capital através de ofertas públicas de subscrição e ofertas públicas de venda (*going public*). Nas fases depressivas, por seu turno, é usual deparar com várias sociedades a retirar-se do contacto com o mercado de valores mobiliários (*going private*).

II — Este duplo movimento pendular, por si, já justificaria a relevância de nos ocuparmos das operações de saída. A isto soma-se o elevado número de operações de saída do mercado, em tempos recentes, em Portugal.

Merece a pena verificar os números. Desde a entrada em vigor do actual Código dos Valores Mobiliários e até final do ano de 2003, foram registadas 23 aquisições potestativas e 25 perdas de qualidade de sociedade aberta. Isto perfaz, ao longo de 4 anos, 48 operações de saída do mercado contra apenas 8 novas admissões à bolsa no mesmo período (3 dispersões através de oferta pública de subscrição e 5 através de oferta pública de venda). Estes dados são reveladores quanto a um número significativamente superior de operações de saída relativamente às operações de dispersão inicial em mercado, embora esta diferença se tenha ultimamente matizado ⁽¹⁾. Demais, este levantamento mostra uma tendência de concentração de propriedade accionista em Portugal. Esta tendência de concentração da propriedade accionista contrasta com a tendência detectada na maioria dos países europeus, que aponta no sentido de um aumento da dispersão da propriedade accionista ⁽²⁾.

A constatação apresentada obriga naturalmente a uma reflexão profunda sobre as causas de tão significativa desertificação do mercado accionista português e, no plano da política legislativa, sobre as medidas que deveriam ser adoptadas para facilitar uma inversão do ciclo. Mas esse é um exercício que se queda fora do âmbito deste trabalho.

⁽¹⁾ Das aquisições potestativas cotejadas, em causa estão 8 registadas em 2000, 7 em 2001, 5 em 2002 e 3 em 2003. Por outro lado, têm-se em vista 13 perdas de qualidade de sociedade declaradas em 2000, 5 em 2001, 6 em 2002 e 1 em 2003. Esta informação baseada nos Relatórios sobre a Situação dos Mercados de Valores Mobiliários da CMVM, respeitante aos anos em questão e disponíveis em < www.cmvm.pt >.

⁽²⁾ STEEN THOMSEN, *The Convergence of Corporate Governance Systems to European and Anglo-American Standards*, *European Business Organization Law Review* 4 (2003), 31-50 (43).

III — Aqui propomo-nos analisar juridicamente as três operações de saída de bolsa: a exclusão de bolsa, a perda de qualidade de sociedade aberta e a transmissão potestativa tendente ao domínio total. Apesar de todos estes institutos serem objecto de previsão no Código dos Valores Mobiliários, são-no em locais separados: a exclusão de bolsa é tratada legislativamente nos arts. 207.º a 209.º CVM; da perda de qualidade de sociedade aberta ocupam-se os arts. 27.º a 29.º CVM; e à transmissão potestativa tendente ao domínio total são dedicados os arts. 194.º a 197.º CVM. Assim, não se encontra no Código um tratamento unificado destas operações, o que justifica que se ensaie aqui uma análise transversal das mesmas.

Trata-se, convém lembrá-lo, de *operações* financeiras — logo, de processos que compreendem em termos estruturais um conjunto de actos jurídicos e materiais e que se realizam em mercados financeiros ⁽³⁾. A sua finalidade é comum — a retirada de sociedades anónimas do contacto com o mercado de valores mobiliários, por forma a tornar-se (mais) fechada a sua estrutura accionista (*public-to-private transactions*).

2. Delimitação negativa: a extinção do valor mobiliário

I — Cumpre apresentar uma explicação relativamente à delimitação que foi aqui efectuada quanto ao âmbito deste trabalho. De facto, certas operações de saída de mercado (a saber: as operações de exclusão de bolsa) poderiam estudar-se em relação a qualquer tipo de valor mobiliário.

O tema deve ser atravessado, porém, por uma distinção primordial: a que separa a saída de mercado de acções da saída de mercado de outros tipos de valores mobiliários.

Na segunda categoria de situações, quando respeitante à saída de mercado de valores mobiliários com prazo determinado, o tema articula-se com a problemática, usualmente pouco estudada, da extinção do valor mobiliário — o que autoriza um sintético comentário a esse propósito.

II — Os valores mobiliários são direitos representados que fundam a sua existência em operações colectivas de investimento e que são suscep-

⁽³⁾ Sobre este conceito, pode consultar-se PAULO CÂMARA, *Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa (1997), 208. Diversa é a acepção civilística de operação, enquanto acto voluntário, em que irreleva a finalidade do agente e que se apresenta destituído de função comunicativa: cfr., sobre esta, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Teoria Geral do Direito Civil*, Vol. II, Coimbra (2003), 42-43, 493-494.