

# VALOR MOBILIÁRIO E TÍTULO DE CRÉDITO (\*)

Por Prof. Doutor J. Oliveira Ascensão

## *SUMÁRIO:*

1. A desincorporação dos títulos de crédito; 2. A evolução da lei portuguesa; 3. O sistema do Código do Mercado de Valores Mobiliários. Valores titulados; 4. Valores escriturais; 5. Valores mobiliários; 6. Regime comum; 7. Aplicabilidade do regime dos títulos de crédito; 8. Natureza causal do valor mobiliário; 9. O sistema e a segurança do tráfego; 10. A protecção de terceiros e o registo predial; 11. A aquisição *a non domino*; 12. Os registos de valores mobiliários não são inalteráveis; 13. A coexistência da relação fundamental; 14. A relação representativa. O registo; 15. A natureza não constitutiva das inscrições em conta; 16. Momento de produção de efeitos das operações no mercado; 17. A data da operação de bolsa como a data do registo; 18. As operações fora do mercado; 19. Momento da produção dos efeitos; 20. Conclusão.

## **1. A desincorporação dos títulos de crédito**

O direito subjectivo é um mero juízo de relação. É uma entidade espiritualizada; escrituras públicas ou outros suportes não perturbam a sua realidade intangível.

---

(\*) Este texto corresponde à conferência que pronunciamos no 1.º Curso sobre o Direito do Mercado de Valores Mobiliários (Faculdade de Direito de Lisboa, 4 a 8 de Março de 1996).

Para obviar às dificuldades que esse carácter incorpóreo trazia, no que respeita à circulação dos direitos e à respectiva prova, criaram-se os títulos de crédito. Dá-se a chamada incorporação: os direitos passam a ficar representados num título. São documentos de legitimação, que oferecem grandes vantagens para o tráfego jurídico.

A partir de certo momento, porém, a proliferação dos títulos representativos põe em crise o próprio sistema <sup>(1)</sup>. O amontoar do papel e a sua movimentação física tornam-se incomportáveis <sup>(2)</sup>. A própria representação material em papel leva ao estrangulamento do sistema criado, pois torna-se impossível tratar tanto documento.

Surgem então modos pragmáticos de reacção. O primeiro e mais imediato consiste no *depósito dos títulos*, particularmente acções e obrigações, em bancos ou outras instituições especializadas. Estes emitem certificados de depósito, que não são títulos de crédito. Na medida em que estes certificados de depósito passem a ser aceites como sub-rogados do próprio título — por exemplo, para permitir a intervenção do titular em assembleia geral — a função do título de crédito como documento de legitimação é posta em causa.

O sistema funciona incompletamente enquanto for meramente parcial. Chega-se assim à prática do *depósito colectivo*. Todos os títulos representativos de uma emissão são depositados de uma emissão são depositados. Os subscritores recebem apenas documentos representativos dos seus direitos.

A evolução pode fazer-se ainda em duas direcções.

De início, o depósito é facultativo: qualquer titular pode a todo o momento exigir a restituição dos títulos depositados. Quando esse depósito se torna obrigatório e os títulos deixam em absoluto de circular, perde-se a característica de títulos de crédito como documentos de circulação. A circulação passa a depender de movimentos de conta na instituição depositária.

---

<sup>(1)</sup> A crise é catalisada episodicamente em períodos de guerra ou outros de escassez física do papel, que provocaram medidas de emergência.

<sup>(2)</sup> Particularmente quando estão em causa negociações transfronteiriças.

Mas então, a emissão e depósito de massas enormes de papel, que não circulam nunca, revela-se um custo dispensável. Surge o *título global* — um título único que representa toda uma emissão. Os subscritores passam a ser então participantes nos valores representados por aquele documento.

A evolução que acabamos de traçar é estilizada. Não corresponde a nenhum percurso real nem oferece fases e tempos semelhantes nos vários países. O título global, por exemplo, existe na Alemanha e obrigou a uma alteração profunda de concepções sobre *Wertpapiere*. Nomeadamente, leva a considerar os subscritores proprietários do título, mas a regular de maneira diferente do que resultaria dos princípios gerais as relações entre semelhantes proprietários<sup>(3)</sup>.

Mas chegados aqui, torna-se claro que a incorporação no papel, título único ou não, passa a ser mera ficção. Se tudo é comandado por lançamentos em conta, podemos prescindir do papel. Temos o movimento de desincorporação, reverso do movimento da incorporação que levava aos títulos de crédito.

Porém, a desincorporação não significa o regresso à situação primígena, em que o direito era apenas realidade espiritualizada. Embora se abandone o veículo, pretendeu-se conservar todas as vantagens que aos títulos de crédito estavam ligadas. Verificou-se ser possível transitar para outra forma de representação. Essa é dada agora através de registos, com os respectivos lançamentos em conta.

Assim se consuma o movimento da desincorporação ou desmaterialização. Também aqui a evolução é desigual e está muito longe de ter chegado ao seu termo. Ao lado da representação cartular surge um novo modo de representação. Adaptando uma expressão de origem completamente diversa, mas que nesta acepção se revela expressiva, podemos dizer que temos em qualquer caso *vested rights*. Os direitos já descem da sua forma espiritualizada para aparecer revestidos de uma representação que lhes empresta um veículo particularmente eficiente no tráfego jurídico.

---

(3) Cfr. Hueck / Canaris, *Derecho de los títulos-valor* (trad. castelhana de *Recht der Wertpapiere*), Ariel (Barcelona), 1988, § 1 III 1a.

## 2. A evolução da lei portuguesa

A lei portuguesa oferece sinais desta evolução. E apresenta mesmo traços de verdadeiro pioneirismo.

Verifica-se neste movimento um lastro de prudência, bem característico do espírito humano: parte-se do conhecido para o desconhecido, pela dificuldade de abarcar o que não faz parte ainda da experiência.

Assim procede a lei portuguesa. Baseia-se essencialmente numa tríade de instituições preexistentes:

- depósito e registo de acções
- títulos de crédito
- registos públicos (em particular o registo predial)

Vejamos a medida em que cada instituto deixou marcas no sistema e os elementos novos que lhe foram adicionados. Começamos pelo que respeita às acções de sociedades anónimas.

O primeiro diploma que merece ser referido é o Dec.-Lei n.º 408/82, de 29 de Setembro, relativo ao registo, depósito e transmissão de acções.

As acções nominativas passam a estar obrigatoriamente sujeitas ao regime de depósito (arts. 1.º/1 e 5.º/1); as acções ao portador podem também estar, mas a pedido do titular (art. 1.º/2).

O depósito das acções é realizado junto da sociedade emittente. Se o subscritor preferir que lhe sejam entregues títulos definitivos, a sociedade procederá ao seu registo (art. 5.º/2).

Estabelece-se seguidamente o regime de transmissão adequado, nos arts. 22.º e seguintes. Não há porém nenhuma referência ao *título global*, que é figura desconhecida entre nós.

Este movimento é prosseguido pelo Código das Sociedades Comerciais, em 1986.

Nos termos deste, as acções são nominativas ou ao portador (art. 298.º/1).

O livro de registo das acções é substituível por registo informático (art. 305.º/4).

A transmissão das acções nominativas faz-se por declaração escrita no título, «pertence» no mesmo e averbamento no livro de registo das acções (art. 326.º/1).

A transmissão das acções ao portador faz-se pela entrega (art. 327.º).

Mas o Código prevê já a sujeição das acções de sociedades anónimas ao regime de registo ou depósito, por força de diplomas especiais (arts. 331.º/1).

O art. 5.º do Dec.-Lei n.º 262.º/86, de 2 de Setembro, que o aprovou, declara o Dec.-Lei n.º 408/82 diploma especial para os efeitos do art. 331.º/1 C.S.C., mantendo-o portanto em vigor.

Não deixa porém de estabelecer um regime-regra para esse depósito ou registo (arts. 331.º/3 e seguintes).

O art. 336.º/1 declara que o disposto sobre registo e depósito de acções nominativas não dispensa as formalidades constantes do art. 326.º/1. Mas o n.º 2 dispõe que o registo das acções nominativas consiste no averbamento previsto no art. 326.º/1, o que é uma bela contradição. Temos assim de concluir que todas as acções nominativas são registadas?

Se as acções ao portador forem sujeitas, obrigatória ou facultativamente, ao regime de registo ou de depósito, a posse delas só pelo registo ou pelo depósito pode ser provada (art. 338.º/1). Descharacteriza-se assim a posse, que era essencial nestas acções.

É importante ainda o n.º 2, que estabelece que os efeitos da transmissão se produzem:

- a) na data do último reconhecimento a que se refere o art. 337.º, se as acções estão sujeitas ao regime de registo. Logo, a transmissão dá-se antes do registo
- b) na data da recepção da declaração pela entidade depositária.

Em qualquer caso, vemos que a entrega ou transmissão da posse são substituídas por elementos formais.

Há assim uma tentativa de manutenção dos conceitos-chave anteriores, mas desfigurados, nomeadamente no que respeita à transmissão.

Nesta evolução, segue-se o Dec.-Lei n.º 210-A/87, de 27 de Maio, relativo ao depósito irregular de valores mobiliários. Estes são tratados como bens fungíveis.

É muito importante o Dec.-Lei n.º 229-D/88, de 4 de Julho, que introduziu as *acções escriturais* (4). Admite que as acções, nominativas ou ao portador, revistam forma meramente escritural (art. 1.º).

As transacções fazem-se mediante lançamentos nas contas individuais.

O serviço é assegurado por um único intermediário. Este pode ser o emitente, se as acções não são admitidas à cotação em bolsa (art. 3.º).

### **3. O sistema do Código do Mercado de Valores Mobiliários. Valores titulados.**

Estes são os antecedentes do sistema instaurado pelo Código do Mercado de Valores Mobiliários (CodMVM), aprovado pelo Dec.-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril. É ele que estabelece o regime em vigor, havendo todavia que contar com alguns ajustamentos posteriores.

Este diploma merece louvor por ser um dos mais abrangentes na criação dum sistema misto de materialização e desmaterialização.

Fê-lo porém com prolixidade, imprecisão e contradições que criam muitos problemas.

No que respeita aos *valores titulados*, o Código estabelece um sistema unificado de depósito e registo, generalizando quanto possível os regimes preexistentes.

Toma como angular a intervenção do intermediário financeiro, tornando marginal toda a manifestação fora do sistema.

A preocupação primeira neste domínio é a da *fungibilidade*, desde que os títulos satisfaçam as condições previstas no art. 77.º Assim, se há títulos ao portador depositados, permite-se ao depositário a restituição de títulos com diferente numeração (art. 78.º).

O mesmo se passa com as acções nominativas depositadas (art. 79.º).

---

(4) Teve significativa intervenção na preparação deste diploma F. Pessoa Jorge. Cfr. deste *Acções escriturais*, separata de «O Direito», 121.º (1989), I, 93.

O art. 80.º generaliza quanto possível este regime a outros valores mobiliários.

O CodMVM afasta-se porém do regime de depósito e controlo (e registo e controlo) do Dec.-Lei n.º 408.º/82, porque o serviço deve ser assegurado necessariamente por intermediários financeiros, e não se centraliza toda a emissão numa única entidade. Aquele diploma só subsistirá assim para os títulos não negociados em bolsa <sup>(5)</sup>.

Para se fazer a negociação em bolsa, os títulos terão de ser depositados <sup>(6)</sup>. Só não será necessário o depósito para ir ao mercado de balcão.

Neste sistema, o exercício de direitos inerentes não exige a mobilidade dos títulos. Tão-pouco a exigem as transmissões realizadas entre pessoas que têm os títulos depositados no mesmo intermediário financeiro: o art. 89.º determina que a transmissão de valores mobiliários fungíveis se efectua pelo lançamento em conta. Porém, como se admite que intervenham intermediários financeiros diferentes, a transmissão já exige a mobilidade entre estes dos títulos depositados.

Isto pelo que respeita aos valores titulados. Mas, como dissemos, há também os valores escriturais.

O Código adopta o sistema de *coexistência*. Não impõe universalmente a representação escritural, ao contrário da lei francesa. Coexistem valores mobiliários titulados com valores mobiliários escriturais.

#### 4. Valores escriturais

Mais importante ainda é a intervenção do Código no domínio dos valores escriturais.

Generaliza-se quanto possível o sistema criado para as acções escriturais pelo Dec.-Lei n.º 229-D/88.

---

<sup>(5)</sup> Ele é expressamente referido nos arts. 88/2 e 89/1a CodMVM, nomeadamente.

<sup>(6)</sup> Mas este depósito não coincide com o depósito na entidade emitente, previsto no Dec.-Lei n.º 408/82 (veja-se o art. 5.º para as acções nominativas, por exemplo).

Abandona-se porém também neste sector o sistema de registo e controlo daquele diploma, que centralizava cada emissão numa só entidade.

Agora haverá:

- a) a conta de emissão, aberta junto da Central de Valores Mobiliários
- b) as contas individuais, abertas junto de intermediários financeiros.

O controlo das operações de intermediário para intermediário é realizado pela Central, mas unicamente através dos saldos globais. As operações nas contas individuais não são controladas.

Há ainda a relação com os registos das entidades emitentes.

No domínio dos valores escriturais dá-se a abolição de todos os requisitos formais antes exigidos para a transmissão, substituídos pelos lançamentos em conta (art. 65.º).

Chegamos assim a uma noção de valor escritural. É, numa imagem, a resultante dum «título de crédito desincorporado».

Mas, como dissemos, não se regressa ao estádio em que o direito é um mero ente de relação, destituído de representação que facilite a circulação fluida. Pretende-se salvaguardar as vantagens dos títulos de crédito.

Neste domínio, surge-nos a noção básica do art. 56.º/1: os valores mobiliários escriturais «são exclusivamente materializados pela sua inscrição em contas abertas em nome dos respectivos titulares...». É paradoxal: fala-se no movimento de desmaterialização, e afinal vem-se dizer que os valores escriturais são *materializados!*

Vamos porém evitar uma indagação, que se arriscaria a ser conceitual, tendente a apurar se nos valores escriturais há ou não uma forma de materialização ou de incorporação. Basta-nos recorrer ao conceito de representação. Os registos ou inscrições seguramente representam direitos <sup>(7)</sup>. São «significantes». Essa represen-

---

<sup>(7)</sup> Poderíamos dizer que a inscrição passa a ser o *título* daquele direito, no sentido em que M. Gomes da Silva considerava a inscrição no registo civil o título jurídico do casamento, que tornaria impossível exercer o direito sem aquele título. Vamos porém prescindir desta terminologia, para evitar a confusão com a categoria vizinha dos valores *titulados*.

tação permite alcançar vantagens, centradas na circulação, próprias dos títulos de crédito.

Mas, recordemos, os títulos de crédito são definidos por serem *títulos de circulação*. Esta seria uma sua nota essencial, ou pelo menos a sua justificação institucional. Como pôde esta nota funcionar quando os direitos são «desmaterializados»?

Funciona, justamente, através dos registos em conta e do sistema de controlos instituído. Com esta base se emitem os documentos certificativos que permitem a relação dos particulares com o sistema. O complexo de registos e controlos dá certeza à representação do direito e segurança à circulação.

Temos assim instituído um sistema paralelo ao preexistente, mas em que também encontramos a preocupação de dar segurança à circulação, que é essencial nos títulos de crédito.

## 5. Valor mobiliário

Com isto estamos em condições de captar o conceito básico de valor mobiliário. Basta-nos porém uma noção pragmática, sobre a qual há vasta base de concordância.

O CodMVM insere no art. 3.º — com técnica repugnante à índole do direito português <sup>(8)</sup> — uma longa série de definições. Nos termos do n.º 1a são valores mobiliários «as acções, obrigações, títulos de participação e quaisquer outros valores, seja qual for a sua natureza ou forma de representação, ainda que meramente escritural, emitidos por quaisquer pessoas ou entidades, públicas ou privadas, em conjuntos homogéneos que confirmam aos seus titulares direitos idênticos, e legalmente susceptíveis de negociação num mercado organizado».

Com esta base, sem cuidar de definir «valores», vamos acentuar como características distintivas dos valores mobiliários:

1) São *direitos*. Não são coisas; nomeadamente não são coisas incorpóreas. Por isso o seu regime não é o das coisas; não estão sujeitos a um regime real, como melhor veremos de seguida.

---

(8) Ainda por cima «para os efeitos deste diploma», o que é outro empréstimo anglo-americano inadmissível entre nós. Fica-se sem saber se a noção de valor mobiliário, por exemplo, é aplicável fora do domínio do CodMVM.

2) São direitos *representados*. Não há apenas o ente de relação, só captável por um juízo, há também um sinal perceptível.

3) São valores *de massa*. Por isso, se diz que são emitidos em «conjuntos homogêneos». A expressão traduz a fungibilidade, que fica muito reforçada no CodMVM.

4) São transmissíveis sem dependência das regras da cessão de créditos. Este é o objectivo que se pretende atingir na circulação.

Talvez se possa dizer, generalizando, que são transmissíveis sem observâncias das regras substantivas próprias dos direitos representados.

5) Têm a potencialidade de gerar proventos periódicos. Esses proventos são frutos civis. Esta característica tem interesse, pois mostra a ligação essencial entre o mercado de valores mobiliários e o investimento.

6) São susceptíveis de negociação num mercado organizado.

O que disséramos até agora dava o conceito substancial de valor mobiliário. O valor mobiliário, assim caracterizado, oferece condições substanciais de negociação em massa. Mas o art. 3.º/1a acrescenta este elemento formal, que delimita ulteriormente o âmbito do CodMVM: estes valores hão-de ser *legalmente* susceptíveis de negociação num mercado organizado (\*).

E cai num círculo vicioso, pois noutros lugares o Código refere como objecto de negociação os valores mobiliários.

Porém, não avançaremos mais na caracterização geral do valor mobiliário.

Baseamo-nos no núcleo constante do CodMVM. Não nos podemos debruçar sobre figuras criadas e regidas por leis especiais. Tão-pouco nos interessará traçar fronteiras precisas com outras categorias de direitos ou valores.

---

(\*) Isto implica também que, ainda que admitíssemos que a negociabilidade não é essencial ao título de crédito, só sejam valores mobiliários os títulos de crédito negociáveis.

De todo o modo, o que nos ocupará são os valores relativos ao mercado de capitais. Os valores próprios de mercado monetário estão excluídos.

Verificamos, em conclusão, que os valores mobiliários em:

- títulos de massa
- valores escriturais

Os títulos de massa podem ou não estar sujeitos a um regime de depósito ou registo. Uma vez registados, não se convertem com isso em valores escriturais <sup>(10)</sup>.

Os próprios valores escriturais não são necessariamente valores admitidos à cotação.

## 6. Regime comum

O CodMVM não se limita a estabelecer um regime dos títulos de massa e outro dos valores escriturais. Estabelece também um regime comum, aplicável a todo o valor mobiliário.

Quer isto dizer que o Código não se limita a estabelecer um regime de coexistência. Exprime mesmo uma *equivalência da forma de representação* (art. 3.º/1a). O princípio não é incompatível com uma preferência do legislador pelo valor escritural, levando-o a facilitar o trânsito para esta forma de representação.

É esta a ordem adoptada pelo Código na disciplina dos valores mobiliários:

- I — Disposições gerais — arts. 47.º e seguintes
- II — Valores mobiliários escriturais — arts. 56.º e seguintes
- III — Valores mobiliários titulados — arts. 77.º e seguintes.

Atendendo a esta sistemática, dir-se-ia que a disciplina do valor escritural e a dos valores titulados seria independente.

---

<sup>(10)</sup> Estes títulos são necessariamente negociáveis. Ainda que se admita que não é essencial ao título de crédito, em geral, a negociabilidade, esta é-o, necessariamente, para o título de massa.

Mas não é assim. O regime comum não consta só das disposições gerais. O Código faz empréstimos das regras de uma categoria aos valores da outra categoria.

Nestes empréstimos, parecerá que a disciplina do valor escritural, surgindo em primeiro lugar, seria a paradigmática. E efectivamente, encontramos algumas remissões, na disciplina dos títulos, para o que ficara instituído a propósito dos valores escriturais.

Assim, o art. 93.º/3 faz aplicar ao bloqueio de títulos depositados várias regras enunciadas para o bloqueio de valores escriturais.

E até o art. 89.º/2 remete para o art. 65.º/2 a 5, relativo aos valores escriturais, o regime das transmissões e lançamentos de títulos depositados.

Mas isto são empréstimos menos significativos, porque se baseiam na utilização comum da técnica da inscrição em conta.

Antes diríamos que o maior peso é o oposto. É o valor escritural que segue o regime do valor titulado.

É fundamental o art. 52.º/2 CodMVM, que determina que os valores mobiliários seguirão, com as modificações resultantes do Código, o regime dos títulos nominativos ou ao portador... É pois o regime destes que é tomado como básico para os valores escriturais.

Em tudo se confirma o movimento que leva a partir do conhecido para o desconhecido. A lei baseia-se em todo um regime conhecido e limita-se a disciplinar as especificidades. Se distingue o regime dos títulos nominativos ou ao portador, fá-lo por só estes estarem implicados nos valores mobiliários (não os títulos à ordem); mas mesmo nesta especificação a lei continua a encostar-se às figuras conhecidas dos títulos de crédito.

Apresenta-se como paradoxal que se fale em valores mobiliários nominativos ou ao portador, sobretudo por se englobarem valores mobiliários escriturais. A distinção radicar-se-á unicamente no anonimato, que a entidade emitente deve guardar no que respeita aos títulos ao portador mas não nos nominativos. Porém, mesmo essa distinção não é por vezes segura: cfr. o art. 55.º/2 CodMVM, por exemplo. A lei ter-se-á limitado a transpor para o domínio dos valores escriturais a distinção vigente nos títulos de crédito, sem mais indagações.

O art. 52.º/2 CodMVM dificilmente poderá por isso ser interpretado restritivamente, como significando apenas que no que respeita à distinção entre títulos nominativos ou ao portador se remete para o regime dos títulos de crédito. Antes, é todo o regime dos títulos de crédito (restrito porém ao que respeita aos títulos nominativos e ao portador) que é declarado aplicável.

O art. 52.º/2 CodMVM tem antes a fisionomia duma norma em branco. Remete para o regime dos títulos nominativos ou ao portador que eventualmente esteja esabelecido. E especifica: nas disposições legais ou contratuais aplicáveis ou nas condições da respectiva emissão. Portanto, tudo o que for extensivo aos valores escriturais é acolhido.

Coerentemente, o CodMVM não regula exaustivamente os valores escriturais: baseia-se no regime preexistente dos títulos de crédito.

A isto foi já objectado que não há, na lei portuguesa, nenhum regime geral dos títulos de crédito <sup>(1)</sup>. Mas não é assim. Não há uma sede legal comum, mas do conjunto das previsões legais resulta um regime, que a doutrina elevou a teoria geral e a jurisprudência aplica. É esse regime comum que o CodMVM toma como básico.

## 7. Aplicabilidade do regime dos títulos de crédito

Esta é a posição tomada pelo legislador, na conjugação de valor mobiliário e título de crédito. Há que apurar porém se a posição assim enunciada é cientificamente sustentável.

Vamos distinguir dois aspectos:

- o regime geral dos valores mobiliários é compatível com o dos títulos de crédito?
- o regime dos títulos de crédito é compatível com o dos valores escriturais?

---

<sup>(1)</sup> Cfr. Amadeu José Ferreira, *Valores Mobiliários Escriturais* (dissert.), F.D.L., 1994, 101-102, por exemplo.

I — No que respeita ao primeiro problema, há que observar que a aplicação do regime geral dos títulos de crédito encontra necessariamente desvios.

Assim, os títulos de crédito são definidos como títulos de apresentação ou de legitimação. Mas o art. 54.º CodMVM dispõe que, sempre que o exercício dos direitos inerentes a quaisquer valores mobiliários dependa, legal ou estatutariamente, da respectiva apresentação, registo ou depósito, estes poderão ser substituídos por declaração do intermediário financeiro responsável pelo depósito ou registo.

É um desvio muito importante. É imposto pela desmaterialização e pelas necessidades de célere mobilização dos valores de massa.

Mas, observando embora estes desvios, de manifesta importância, o regime comum dos títulos de crédito não deixa de ser genericamente aplicável, a ele se devendo recorrer sempre que não se imponha solução diferente.

II — Perguntemos agora se o regime dos títulos de crédito é aplicável aos valores escriturais.

É estranho que se pense em aplicar o regime dos valores incorporados aos valores caracterizados pela desincorporação.

Devemos porém ter em conta que, também nos títulos de crédito, a prioridade está no direito e não no papel.

O papel permite a aplicação ao título de certas regras emanadas do Direito das Coisas. Mas o direito não se esgota com essa representação. Por isso sobrevive à própria destruição do papel.

Esta problemática ainda se pode desdobrar em vários aspectos singulares:

1) *A circulação* de valores escriturais.

A circulação dos títulos ao portador é fundada na tradição ou na transmissão da posse do título.

A dos títulos nominativos, na declaração exarada no próprio título e no «pertence», além do averbamento no livro de registo.

Ora, nada disto é possível nos valores escriturais, pela própria natureza da representação escritural.

Vai-se então adaptar a solução já elaborada pelo direito português em intervenções legislativas parcelares anteriores. Todo o acto sobre o papel é substituído por registo em conta.

O regime geral sofre assim as adaptações impostas pela natureza das coisas.

## 2) A característica de *documentos de legitimação*.

Os títulos de crédito são caracterizados essencialmente como documentos de legitimação <sup>(12)</sup>.

Como podem desempenhar esta função os valores escriturais, que desde logo não são documentos?

É o registo que dá a legitimação. Mas como o registo não está aberto ao público, a função de documentação vai ser desempenhada, como acabamos de ver, por declarações emitidas pelo intermediário financeiro. Assim se consegue preservar a função de legitimação formal, mas de novo com as adaptações exigidas pela natureza das coisas.

## 3) A *relação fundamental*

Um dos aspectos mais complexos dos títulos de crédito está na distinção da relação cartular e da relação fundamental.

Podem eventualmente criar-se duas relações jurídicas distintas, embora dirigidas para o mesmo objectivo substancial.

Podem essas relações ser sujeitas a vicissitudes diferentes e até ganharem eventualmente um conteúdo diverso.

Mantêm-se porém, não só a ligação genética, como a funcional. Porque se dirigem ao mesmo objectivo prático, a satisfação de qualquer delas repercute-se em princípio sobre a outra. Mas a este esquema pode trazer desvios a eventual abstracção do título de crédito.

Este esquema será aplicável ao valor escritural?

É o que passamos a examinar.

---

<sup>(12)</sup> Sobre esta caracterização, remetemos para os nossos *Títulos de Crédito*, em «Direito Comercial» (lições), III, F.D.L., 1992, n.º 6 e segs.

## 8. Natureza causal do valor mobiliário

Os títulos de crédito podem ser causais ou abstractos.

O estudo dos títulos de crédito é feito tendo sobretudo por base a letra, como paradigma dos títulos abstractos.

Os títulos de crédito acolhidos como valores mobiliários são porém títulos causais. Nunca funcionam independentemente de uma relação fundamental.

Tomemos as acções de sociedades anónimas, que nos aparecem como os títulos de crédito causais paradigmáticos.

A acção incorpora um direito de participação social, que representa a relação fundamental.

Não é a acção que cria o direito de participação social. Pelo contrário, pressupõe sempre a qualidade de sócio. A acção dá representação cartular a um direito preexistente.

Por isso, é inadmissível que do funcionamento das regras dos títulos de crédito resultem novos direitos sociais, ou passe a haver novos sócios. A relação fundamental é sempre determinante.

Tudo isto é aplicável no domínio dos valores mobiliários. É inadmissível pensar que, por obra e graça do intermediário financeiro, se multipliquem os sócios duma sociedade. A relação fundamental é um limite que o valor mobiliário não pode ultrapassar.

Generalizando, diremos que a relação umbilical entre o direito representado e o valor representativo é mais profunda nos valores mobiliários que a que se verifica nos títulos abstractos <sup>(13)</sup>. A relação fundamental ganha maior relevância nos valores mobiliários que naqueles títulos de crédito.

Também por este aspecto, o regime dos valores mobiliários se especializa. Tem de ser um regime compatível com a persistência constante duma relação subjacente. Isso não afasta porém a aplicação do regime dos títulos de crédito: apenas obriga a esclarecer que o regime que se aplica é o dos títulos de crédito causais.

Mas continuemos. Seguramente que se é sócio mesmo antes de serem emitidos os títulos das acções, pelo menos logo desde o

---

<sup>(13)</sup> Ou, como também se disse, é particularmente nítida a separação entre valor cartular e valor subjacente: cfr. *Valori mobiliari*, em «*Borsa*». *Dizionario di Banca e Borsa*, III, Giuffrè, 1981, 1587-1588.

registro da constituição da sociedade (ou com o do aumento de capital, mas neste último caso há que ter em conta o art. 88.º C.S.C., que considera que para efeitos internos o capital se considera aumentado e as participações constituídas a partir da outorga da escritura pública).

O direito social, ainda não titulado, pode transmitir-se, mas nesse caso através das formas comuns de transmissão do direito, e não das cartulares (14).

Porém, mesmo após a emissão do título, se esta se fizer, o direito subjacente continua a existir. Nas ações, por exemplo, a participação social é o direito substantivo representado, a ação a situação representativa.

Desta dualidade podem surgir problemas. Tem de se admitir a possibilidade duma evolução em que se criem *discrepâncias*, não só de regime mas de conteúdo também, entre a versão substantiva e a versão cartular do direito social. Há por isso mecanismos que permitem encontrar uma solução para estas discrepâncias.

Ora bem, temos de saber se isto é também compatível com a problemática dos valores mobiliários.

Temos de saber se nestes é imaginável uma realidade subjacente que acompanhe a vida dos valores, e que eventualmente possa vir à superfície, em rota de colisão com estes.

E se semelhante fenómeno é compatível com o formalismo e a preocupação de segurança que caracterizam a disciplina dos valores mobiliários.

Isto nos leva a passar à problemática da segurança, à luz do CodMVM.

## 9. O sistema e a segurança do tráfego

O valor mobiliário suscita um grande problema de segurança. A segurança é vital para o funcionamento do sistema.

Esta necessidade agrava-se à medida que se avança na via da desincorporação.

---

(14) Cfr. Hueck / Canaris, *Derecho de los títulos-valor* cit., § 25 II 1 (289): o direito transmitir-se-ia então por cessão.

O papel, como realidade tangível, sai das mãos do titular. No limite, é substituído por um mero registo. Mas esse registo não é sequer de acesso directo do titular. Se for um registo informático, é vulnerável pela fácil manipulação dos suportes. É assim um problema essencial a determinação dos actores e dos controlos do sistema.

A primeira opção está entre confiar a operação a agentes públicos ou privados.

O sistema que foi acolhido baseia-se na actuação e registo por intermediários financeiros privados. Estes estão porém integrados numa estrutura em que funcionam vários controlos, com coordenação, intervenção e fiscalização pública.

As contas individuais são abertas em intermediário financeiro. Dissemos já que não há obrigatoriedade de concentrar cada emissão num só intermediário financeiro. O controlo geral é realizado pela Central de Valores Mobiliários, em que são abertas as contas da emissão. A Central controla a exactidão dos saldos entre intermediários, verificando nomeadamente a compatibilidade dos movimentos de entrada e saída entre os diferentes intermediários.

Já se não controlam os lançamentos nas contas individuais. Estes, por uma preocupação de anonimato, serão conhecidos apenas dos intermediários financeiros que gerem essas contas.

Em termos de segurança, o sistema revela pelo menos uma lacuna. Não há controlo dos movimentos entre contas individuais abertas no mesmo intermediário financeiro. Como então não há deslocação de intermediário para intermediário, esses movimentos não chegam ao conhecimento da Central.

Isto significa que o intermediário financeiro não está, nesse domínio, sujeito a controlo de espécie nenhuma. O que implica uma posição de vulnerabilidade do titular privado perante ele.

O CodMVM terá todavia compensado esta e outras deficiências do sistema, que não lhe dão a segurança dos registos públicos, por uma série de cautelas que permitiriam chegar a resultado equivalente.

Não só se prevê um apertado Código Deontológico, como se estabelece a responsabilidade do intermediário financeiro, bem como a responsabilidade da Central (art. 73.º).

Por outro lado, o carácter fungível dos bens que estão aqui em foco permite ao legislador apostar sempre na reaquisição dos títulos como meio de corrigir as anomalias que surgirem.

O próprio sistema de liquidação e compensação realiza as recompras que forem necessárias para esse efeito (art. 463.º/2 e 3). E tudo é reforçado com regras auxiliares <sup>(15)</sup>.

Ter-se-á assim pensado que, não na publicidade, mas no próprio sistema, assentaria a correcção das anomalias; e que essa daria segurança e fiabilidade aos mercados.

## 10. A protecção de terceiros e o registo predial

Não há apenas que assegurar a protecção do titular verdadeiro que recorreu (forçadamente, se quer negociar no mercado) ao intermediário financeiro. Há ainda que tutelar o tráfego em geral, o que se exprime pela fórmula de «tutelar a confiança de terceiros de boa fé». Para isso, o CodMVM inspirou-se no terceiro termo do tripé de início enunciado: o registo predial.

O que desde logo suscita algumas observações:

1) Os registos a cargo dos intermediários financeiros não são públicos, no sentido de não estarem abertos ao conhecimento do público; já o registo predial tem por fim assegurar a publicidade de situações jurídicas.

2) Os registos dos intermediários financeiros não são registos de coisas; o registo predial é o registo de coisas paradigmático.

3) O registo predial é um registo de base real; estes registos são pelo contrário organizados por contas de titulares individualizados.

No entanto, o CodMVM inspira-se confessadamente no registo predial, manifestando de novo a preferência pela transição para o desconhecido através do conhecido.

Poderá encontrar-se uma base de analogia suficiente na ideia de protecção da *confiança* do público?

De facto, para os mercados financeiros a confiança é elemento vital.

---

<sup>(15)</sup> Cfr. também os arts. 43.º a 46.º do «Regulamento Geral da Central de Valores Mobiliários e do Sistema de Liquidação e Compensação».

Mas a confiança relevante no registo predial é a confiança no registo — é a confiança na situação jurídica que o registo publica <sup>(16)</sup>.

E este baseia-se antes de mais num acento muito forte no princípio da legalidade material, que funda aquela confiança.

Pelo contrário, nos mercados financeiros os registos não são públicos. Não se pode assim falar na confiança num registo desconhecido.

A única confiança a que se poderia fazer apelo seria à confiança no próprio sistema. Seria à confiança de base institucional de que o sistema, como os seus controlos e sanções, funciona correctamente.

Bastará isto para justificar uma aproximação do registo predial?

Vejamos este aspecto: podemos falar de uma *fé pública* no que respeita aos registos que se lavram no domínio dos valores mobiliários?

Não há decerto fé pública:

- a) no sentido de publicidade: vimos que estes registos não estão abertos à consulta do público;
- b) no sentido de garantia por um órgão público: os intermediários financeiros não são entes públicos;
- c) no sentido de garantia da legalidade, porque não há correspondência com o princípio de legalidade que vigora no registo predial.

Esta última afirmação já foi produzida anteriormente, mas merece uma demonstração mais detida.

É certo que o intermediário financeiro não deve praticar actos ilegais; e que também ele se deve basear na «documentação legalmente exigível» (art. 61.º/1). Deve também verificar a legalidade dos documentos (art. 65.º/2).

O material submetido à sua apreciação é porém muito reduzido.

---

(16) Não precisamos de desenvolver este aspecto. Basta-nos acentuar agora que a «confiança» de que se fala é afinal uma confiança objectiva ou abstracta. Não tem nenhuma relevância a demonstração de que no caso concreto o agente confiou subjectivamente no registo: cfr. o nosso *Direito Civil — Reais*, 5.ª ed., Coimbra Editora, 1993, n.º 184 III. O que quer dizer que bem mais esclarecedor seria prescindir de todo da referência à confiança.

No registo predial aprecia-se a validade substantiva do negócio jurídico documentado — o testamento, por exemplo.

Aqui não. São submetidos apenas aspectos inerentes ao tráfego de massa, que são os que estão implicados no sistema. O art. 184.º/1 *a e b* CodMVM refere aspectos aparentes, a regularidade dos valores, a identidade, capacidade e legitimidade dos contraentes e, quando for caso disso, a autenticidade das assinaturas dos intervenientes. Isto está em consonância com o art. 65.º/3, generalizado por força do art. 89.º/2, segundo o qual a transmissão entre vivos dos valores mobiliários depende apenas, em princípio, da apresentação da declaração de venda assinada pelo respectivo titular <sup>(17)</sup>.

Isto significa que de fé pública só se poderia quando muito falar num sentido muito pouco exigente.

E a razão da diferença não é difícil de captar. No registo predial estão em causa bens insubstituíveis, os prédios: a determinação do regime jurídico destes tem de fazer-se com todas as cautelas. Nos valores mobiliários estão em causa bens fungíveis. A natureza fungível dos bens é compatível com uma verificação muito mais sumária.

## 11. A aquisição *a non domino*

Por maiores cautelas que se adoptem, a sistema tem de contar sempre com disfunções, por força das quais se criam desconformidades entre a relação fundamental e a relação representativa.

Particularmente relevantes são estas disfunções quando lesem terceiros de boa fé. No extremo, está a hipótese da aquisição do direito por terceiro de boa fé, em detrimento do titular substantivo.

O sistema dos valores mobiliários acolhe esta eventualidade, que permite consolidar no plano substantivo também a situação do pseudo-adquirente de boa fé. O que não é surpreendente, dadas as preocupações de segurança do tráfego jurídico que permeiam este ramo do direito.

---

<sup>(17)</sup> Que, segundo C. Ferreira de Almeida, *Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais*, separata da «Rev. da Banca», n.º 26, Abril-Junho/93, 33-34, é um negócio jurídico unilateral e abstracto.

Na disciplina desta matéria, o CodMVM vai-se inspirar claramente na técnica do registo predial.

E mais: há uma coincidência ponto por ponto com o sistema que eu próprio, ao longo de anos, fui desenvolvendo para o que chamei o registo *atributivo*, em matéria de registo predial! <sup>(18)</sup> Só falta um requisito meramente eventual da aquisição fundiária tabular, que é o decurso do prazo de 3 anos que é previsto no art. 291.º/2 do Código Civil. A omissão é bem compreensível, uma vez que semelhante requisito, existente em caso de invalidade substantiva, se não coaduna com a celeridade que deve rodear o esclarecimento das situações atinentes ao mercado de valores mobiliários.

O preceito fundamental é o do art. 64.º/6 CodMVM, que dispõe: «As pessoas em nome das quais se encontrem definitivamente inscritos, nas contas referidas no n.º 1, quaisquer direitos sobre os valores nelas registados presumir-se-ão seus legítimos titulares, nos precisos termos em que o registo o defina, não podendo essa presunção ser ilidida mediante prova em contrário contra terceiros de boa fé a que tenham sido transmitidos por título oneroso ou dados em penhor, caução ou qualquer outra forma de garantia».

Neste preceito estão acolhidos todos os requisitos que relevam para o registo atributivo — que convém distinguir do registo constitutivo por, no primeiro caso, a aquisição se dar em rotura com a realidade substantiva antecedente. Enquanto o registo constitutivo é o que pertence à factispécie regular de aquisição do direito.

São esses requisitos:

- 1) preexistência dum registo desconforme com a realidade substantiva
- 2) acto de disposição fundado nessa titularidade aparente
- 3) registo dessa pseudo-aquisição
- 4) boa fé do pseudo-adquirente
- 5) carácter oneroso do negócio

Todos estes requisitos constam do art. 64.º/6 CodMVM, devidamente interpretado. Assim acontece nomeadamente com a pre-

---

<sup>(18)</sup> Cfr. os nossos *Reais cit.*, n.º 185, no que respeita ao enunciado dos requisitos deste tipo de aquisição.

xistência do registo desconforme, claramente pressuposta na primeira parte do preceito.

É certo que se segue a técnica da presunção absoluta. É uma técnica infeliz. Mas, qualquer que seja a técnica, o efeito material pretendido é claro.

Neste caso extremo, a juridicidade substantiva é substituída por outra, em consequência da opção registral.

Qual o significado desta intromissão, levada tão a fundo, dos princípios do registo predial? Significará que a disciplina dos valores mobiliários é afinal uma disciplina que tem a sua sede no Direito das Coisas?

Esta temática foi muito importante noutros países europeus, que procuravam explicar este fenómeno através do princípio *posse vale título*, que rege a aquisição *a non domino* de coisas móveis.

Mas semelhante princípio não rege em Portugal, em que prevalece a titularidade substantiva, mesmo perante terceiro de boa fé adquirente de coisas móveis.

Pelo que não há nenhum motivo para submeter o Direito dos Valores Mobiliários aos princípios do Direito das Coisas, quando o Direito das Coisas também não explica aquele fenómeno. Não há pois que descaracterizar o Direito dos Valores Mobiliários submetendo-o à posse e a outros institutos que repugnam à sua natureza.

Tudo se reduz a um empréstimo do sistema do registo predial e dos respectivos efeitos. A semelhança vem da adopção da técnica registral, e não de uma pretensa natureza real dos valores mobiliários que são objecto do registo em conta.

## **12. Os registos de valores mobiliários não são inalteráveis**

Pode porém perguntar-se se em matéria de valores mobiliários não se deve ir mais além.

Dir-se-ia que o carácter formal deste ramo do direito levaria a uma solução muito mais radical, consistente na inalterabilidade dos registos realizados. O que tivesse sido levado a registo transformar-se-ia em qualquer caso na situação definitiva. As situações

substantivas que tivessem sido sacrificadas só poderiam encontrar compensação na responsabilidade que recairia sobre o registador.

Pode ser apresentado como argumento o facto de o CodMVM nunca referir a impugnabilidade das inscrições realizadas. Daqui se retiraria que o sistema só admitiria a sua própria expressão. A sua celeridade excluiria que fosse atingido por pleitos em juízo. A fungibilidade dos valores e a responsabilidade dos operadores permitiria aos titulares sacrificados a obtenção dum equivalente.

Não cremos porém que esta eventual posição fosse verdadeira.

A inalterabilidade absoluta, sem os requisitos do art. 64.º/6, tornaria definitivos ganhos de acaso.

Seria um sistema radical de criação de juridicidade contrastante com a juridicidade preexistente, que não teria correspondência em qualquer outro sistema de registo. Assemelhar-se-ia ao caso julgado nos seus efeitos, sem se basear em nenhuma das razões que fundam o caso julgado.

Mas semelhante sistema só poderia resultar de previsão da lei. Não decorre, nem dos princípios gerais da ordem jurídica portuguesa, nem dos institutos que deram o ponto de partida ao Direito dos Valores Mobiliários.

O princípio geral da ordem jurídica portuguesa é sem dúvida o de que as situações jurídicas desconformes à realidade substantiva podem ser impugnadas.

E o registo predial, na medida em que contribui para a estruturação do novo ramo do direito, ensina-nos que as regras sobre registo atributivo são uma excepção limitada. Não se pode construir sobre excepções, onde falta qualquer indício legal nesse sentido<sup>(19)</sup>.

Pelo contrário: a impugnabilidade geral resulta do próprio art. 64.º/6 CodMVM. Porque, estabelecendo-se que a «presunção» não pode ser ilidida mediante prova em contrário nos casos que contempla, pressupõe que pode ser ilidida em todos os restantes casos.

Acrescente-se ainda que a hipotética posição que criticámos é inadmissível também, por força da natureza causal dos valores mobiliários.

---

(19) Por isso Ferreira de Almeida admite com generalidade a impugnação dos actos de registo incidentes sobre valores mobiliários: *Desmaterialização* cit., 31.

É que, na sequência destas posições, as características e quantidades dos direitos fundamentais acabariam por estar sujeitos a frequentes alterações.

Assim, se o intermediário financeiro inscrevesse mais títulos que os efectivamente negociados, surgiriam novos direitos que se não baseariam em nenhuma relação fundamental preexistente. Se fossem acções, seriam deste modo impostos novos sócios à sociedade.

Não pode ser assim. Mas isto demonstra por outro lado que uma pretensão de inalterabilidade absoluta do registo é inadmissível em matéria de valores mobiliários.

Portanto, o princípio é, aqui como em todos os casos, o da impugnabilidade dos registos desconformes com a realidade substantiva. O art. 64.º/6 representa uma excepção em sentido próprio.

Mantém-se pois, não obstante o carácter formal deste ramo do direito, a tensão entre o direito representativo e o direito representado, ou valor mobiliário, que tínhamos anotado inicialmente.

### 13. A coexistência com a relação fundamental

Examinados os três pilares sobre que se ergueu o Direito dos Valores Mobiliários, regressamos ao regime dos títulos de crédito, para um exame mais aprofundado. Porque são os títulos de crédito que dão o regime básico dos valores mobiliários.

Acabámos de confirmar que os valores mobiliários são causais. Há na base destes um direito substantivo, seja este social, de crédito, ou de outra natureza ainda. Tal direito preexiste sempre à representação através do valor mobiliário.

Vamos porém dar um passo mais e supor surgida a vicissitude consistente na representação desse direito — seja essa representação cartular ou escritural, é indiferente.

Que acontece então à relação fundamental?

Poderiam adoptar-se três posições:

- 1) Desaparece, sendo substituída pela relação representativa
- 2) Coexiste com a relação representativa, passando a haver duas relações
- 3) Continua a haver a mesma relação preexistente, com modo de expressão e circulação diferentes dos que tinha até então.

Esta é uma problemática específica dos títulos de crédito. Seria deslocado desenvolvê-la aqui.

Limitamo-nos a dizer que temos partido do princípio de que a relação fundamental se mantém.

Passam assim a coexistir duas relações diferentes na génese e vicissitudes (e eventualmente no conteúdo também), mas com a característica de servirem o mesmo interesse ou finalidade prática.

Embora corram paralelas, podem ter reflexos uma na outra; podem até entrar em colisão.

Por outro lado, a comunidade de fim pode levar à extinção de uma relação em consequência da satisfação do fim da outra, como dissemos já.

Sendo este o panorama do Direito dos Títulos de Crédito, que nos deu o ponto de partida, perguntemos agora se o Direito dos Valores Mobiliários afasta esta figuração.

Nada nos permite concluir que assim aconteça, porque o Direito dos Valores Mobiliários se baseia no regime dos títulos de crédito. É o que resulta, como vimos já, da remissão geral do art. 52.º/2 CodMVM. E tão-pouco vemos possibilidade de excluir desta regra os valores mobiliários escriturais, quando é a estes justamente que se refere o art. 52.º/2.

Concluimos assim que o regime dos valores mobiliários tem de ser traçado mantendo uma atenção permanente à relação substantiva que subjaz ao valor mobiliário, e às repercussões que ela possa eventualmente ter sobre o sistema.

Porém, devemos fazê-lo sem nunca confundir os caminhos, porque a relação subjacente segue as regras substantivas.

#### **14. A relação representativa. O registo**

Passamos agora à análise da relação representativa ou formal, por oposição à relação substantiva ou fundamental.

No domínio dos valores mobiliários surge como elemento particularmente significativo o registo. Este dá-nos mesmo a única representação que conta no que respeita aos valores escriturais.

Dentro deste jogo de relações, o que implica o registo?

Atendamos antes de mais à circunstância de ser possível realizar uma operação, mesmo no mercado de bolsa, sem simultanea-

mente se realizar o registo. Mais ainda, o registo nunca é contemporâneo da operação, há sempre um intervalo — que pode ser grande — entre a operação e o seu registo.

Isto significará que teremos de distinguir uma terceira relação? Além da relação fundamental e da relação representativa configurar-se-á ainda uma *relação registal*, que é a dependente do teor do registo? Mas a verdadeira relação representativa não será afinal a registal?

Para prepararmos uma resposta, perguntemos para que serve o registo.

Partimos da caracterização dos títulos de crédito como documentos de legitimação. Esta será a característica mínima, necessária e suficiente para que haja um título de crédito.

No domínio dos valores mobiliários, que acontece se os títulos estão sujeitos a registo? Ou, mais categoricamente, que acontece quando se trata de valores escriturais, em que toda a representação é dada por um registo?

O art. 64.º/5 CodMVM torna condição do exercício dos direitos a realização prévia do registo <sup>(20)</sup>.

Temos assim que a legitimação é dada pelo registo <sup>(21)</sup>.

A regra da legitimação nos títulos de crédito tem no registo o seu correspondente. Trata-se de um mínimo, destinado a tornar possível a circulação dos direitos e dar segurança ao cumprimento de obrigações de terceiros.

Atendendo a esta característica dos títulos de crédito, como documentos de legitimação, falou-se numa «circulação da legitimidade» <sup>(22)</sup>. Assim, nos títulos ao portador, a legitimidade circularia com a entrega ou a posse destes.

---

<sup>(20)</sup> Eis o seu teor: «Os titulares de quaisquer direitos sobre os valores mobiliários escriturais só poderão transmiti-los ou onerá-los, e exercer os direitos patrimoniais e sociais que lhes sejam inerentes, desde que esses valores se encontrem inscritos em conta aberta a seu favor nos termos do artigo 56.º».

<sup>(21)</sup> Também se poderia fazer um paralelo com o art. 9.º do Cód. do Registo Predial, que condiciona a realização de actos dispostivos à prévia inscrição da aquisição pelo disponente. Mas aqui trata-se de um mero condicionamento da feitura das escrituras respectivas. Tem um âmbito muito mais restrito que aquela regra, que condiciona o nascimento da legitimação do titular.

<sup>(22)</sup> Cfr. neste sentido Giuseppe Ferri, *Titoli di credito*, 2.ª ed., UTET, 1965, n.º 25.

Mas a legitimidade não é um objecto que se transfira, nem uma faculdade contida no direito que circule por si.

Pode haver direito e não haver ainda legitimidade para dispor. Mas a legitimidade não se transfere por si. A sua transferência é sempre o resultado da transmissão das situações jurídicas em que essa faculdade se integra.

Procuramos assim determinar qual a situação jurídica que, circulando, atribui legitimidade ao adquirente.

## 15. A natureza não constitutiva das inscrições em conta

Prosseguindo na análise, devemos perguntar se as inscrições em conta são constitutivas dos direitos sobre valores mobiliários.

Registo constitutivo é aquele que integra a factispécie aquisitiva dum direito<sup>(23)</sup>. É o caso típico do registo da hipoteca.

O art. 64.º/1 CodMVM dispõe que os factos sujeitos a registo só produzem efeitos em relação a terceiros e só lhes são oponíveis a partir da data desse registo.

Não é desta fórmula que se pode retirar o carácter constitutivo destes registos. Porque a fórmula foi transposta do registo predial, onde firma a eficácia normal da inscrição. Ora, todos concordam que em Portugal, nos casos normais, o registo predial não é constitutivo.

De facto, no caso clássico da primeira venda não registada, seguida de uma segunda venda a terceiro pelo mesmo titular inscrito, o titular inscrito é um pseudo-titular, o primeiro adquirente é um titular verdadeiro e o segundo adquirente é um pseudo-adquirente. A sua situação é a de um titular aparente; ainda que inscreva no registo a sua aquisição, continua a ser titular aparente.

Acontece que dessa aparência poderão resultar desvios na titularidade normal, se se verificarem os pressupostos do registo atributivo. Pode o titular aparente tornar-se o verdadeiro titular. Enquanto o registo atributivo não funcionar, porém, o pseudo-adquirente, inscrito ou não, é um mero titular aparente.

---

(23) Cfr. os nossos *Reais* cit., n.º 175.

Só este entendimento, do registo como não constitutivo, se afigura conforme com o regime dos títulos nominativos, que como vimos está na base da disciplina dos valores mobiliários correspondentes. A doutrina dominante concorda que a titularidade destes se transmite por mero efeito do contrato, sendo o averbamento apenas necessário para produzir efeitos em relação a terceiros <sup>(24)</sup>. Pelo que a situação é idêntica à que encontramos no registo predial.

Não obstante, Ferreira de Almeida sustentou que os registos de valores mobiliários em conta são constitutivos da titularidade. Baseou-se no art. 64.º/5 CodMVM, já nosso conhecido, pois o analisámos a propósito da legitimidade. Dele resultaria que o adquirente (?) não pode antes do registo exercer qualquer das faculdades que são inerentes do direito: teria apenas o direito potestativo de requerer o registo <sup>(25)</sup>.

Talvez haja porém um equívoco, assente na interpretação da fórmula da «ineficácia em relação a terceiros», que suscita as maiores dificuldades no domínio dos registos públicos <sup>(26)</sup>. Mas é matéria que não podemos aprofundar aqui.

No que respeita aos registos de valores mobiliários, pensamos impor-se uma distinção.

Pode afirmar-se que a realização do primeiro registo em conta é constitutiva do direito representativo: o direito ao valor mobiliário. Se este direito assenta numa representação dum direito fundamental, enquanto essa representação não surgir há direito fundamental, mas não há ainda direito representativo. Tudo se passa como nos títulos de crédito, em que não há relação cambiária antes da emissão do título.

---

<sup>(24)</sup> Neste sentido, Vaz Serra, Anot. ao Ac. STJ de 16 VI 72 (B.M.J., 208, 278), na RLJ 106, 218, negando o carácter constitutivo, e o nosso *Títulos de Crédito* cit., n.º 17 III.

<sup>(25)</sup> *Desmaterialização* cit., 34-35.

<sup>(26)</sup> Cfr. os nossos *Reais* cit., n.º 177. O próprio C. Ferreira de Almeida, *Publicidade e Teoria dos Registos*, n.ºs 65 e 69, estudou a fórmula legal, mas sem analisar o paradoxo que seria um direito real desprovido de eficácia contra terceiros.

Porém, no que respeita às vicissitudes subsequentes, as inscrições não são constitutivas, como resulta do que dissemos e ficará melhor fundado com a análise posterior.

Para já, para ficarmos habilitados a tomar posição sobre uma pretensa relação registral, devemos perguntar quando produzem efeitos as operações sobre valores mobiliários.

## 16. Momento da produção de efeitos das operações no mercado

As operações sobre valores mobiliários antecedem o registo dessas operações. Antecedem-no necessariamente: o registo não é contemporâneo dessas operações e por vezes pode estar muito distanciado delas. Isto cria a necessidade do esclarecimento da situação intermédia, resultante da dilação entre a realização de operação e o seu registo.

Em que momento a operação produz o seu efeito sobre o valor mobiliário que dela é objecto? No momento da operação? No momento do registo? Ou em qualquer ponto intermédio?

Comecemos pelas operações realizadas no mercado.

Aqui, aparentemente, o CodMVM apresenta duas determinações contraditórias.

Os arts. 65.º/1 e 89.º/1 dispõem que a transmissão entre vivos de valores mobiliários se opera pelo lançamento a débito na conta do alienante e a crédito na conta do adquirente.

Mas o art. 405.º disporia que, salvo disposição excepcional, a titularidade passa para o comprador a partir do momento em que se efectua a operação de bolsa.

A conciliação entre estas disposições pode tentar-se de várias maneiras.

Poderia desvalorizar-se o art. 405.º, com a observação de que a epígrafe deste é: «Risco das operações». Indiciaria o objecto do preceito, sendo o respeitante à titularidade menos significativo <sup>(27)</sup>.

---

(27) É este o texto do art. 405.º: «Risco das operações. Salvo se o contrário decorrer de expressa estipulação contratual ou do regime legal ou regulamentar aplicável ao tipo de operação em causa, a titularidade e o risco dos direitos e obrigações inerentes aos valores negociados passa para o comprador a partir do momento em que se efectua a operação de bolsa».

Ferreira de Almeida vai mais longe e propõe a interpretação ab-rogante deste preceito, no que respeita à titularidade. Baseia-se essencialmente nos arts. 65.º e 89.º CodMVM. Observa ainda que nas operações sobre valores mobiliários só se consideram disponíveis aqueles valores que sejam entregues ao corretor ou que estejam registados junto de um intermediário financeiro <sup>(28)</sup>.

Mas a interpretação ab-rogante é remédio heróico, que só é legítimo se não houver qualquer outro modo de compatibilizar as regras em conflito. Não é o que se passa aqui.

Amadeu José Ferreira desvaloriza por seu lado o preceito, recorrendo aos antecedentes. Observa que reproduz quase integralmente o art. 84.º do Dec-Lei n.º 8/74, de 14 de Janeiro que, sob a epígrafe «Risco das operações», determinava: «Salvo estipulação expressa em contrário, todos os direitos e obrigações inerentes aos valores negociados serão de conta e risco do comprador a partir do momento em que se efectuou a operação de bolsa». O preceito pretenderia assim apenas determinar a quem pertenceriam os direitos inerentes durante o período que medeia entre a realização da operação e a sua liquidação. Observa ainda que os valores podem seguir regime de transmissão diverso, nomeadamente em razão do sistema de depósito adoptado, e isso não impediria a aplicação do art. 405.º Daqui se seguiria que o regime de transmissão em nada influencia o princípio estabelecido no art. 405.º <sup>(29)</sup>.

Não vemos porém que o Dec.-Lei n.º 408.º/82, em que se baseia para o depósito de acções, contemple qualquer princípio que influencie o momento da transmissão das acções em bolsa (e é só às operações em bolsa que o art. 405.º respeita); e ainda que o contivesse, teria sido objecto da revogação global operada pelo CodMVM.

Quanto ao objecto do art. 405.º, é verdade que o que está directamente em causa são os direitos e obrigações inerentes aos valores negociados. Mas o preceito acrescentou a referência à titularidade. Ora, se a titularidade dos «direitos inerentes» se transmite na data da operação de bolsa, isso implica, por maioria de razão, que o próprio valor mobiliário se transmita na mesma data.

---

<sup>(28)</sup> *Desmaterialização* cit., 35-36 (nt. 22).

<sup>(29)</sup> *Valores Mobiliários Escriturais*, 239-244.

O art. 405.º apenas aplica aos valores mobiliários princípios gerais do direito: o constante do 796.º C.C., em matéria de risco, e do art. 408.º, que estabelece a regra da consensualidade. Portanto, a afirmação de que a transmissão do valor mobiliário é mero efeito do contrato tem por detrás de si a força de um princípio geral.

Os preceitos invocados em contrário são passíveis de uma interpretação que os integra num sistema coerente.

Deles não resulta que os negócios celebrados não produzam nenhuns efeitos antes do registo, salvo a faculdade de requerer esse mesmo registo. Pelo contrário: em vários lugares da lei manifesta-se uma eficácia extra-registral, como veremos.

O que os arts. 65.º/1 e 89.º/1 prevêem é realidade diferente: eles regulam o modo ou forma das operações de registo consequentes à transmissão dos direitos. Amadeu José Ferreira observou com justeza que a própria lei não confunde os termos «transferência» e «transmissão». O primeiro termo é emprestado do instituto possessório, mas tem um significado mais impreciso, sendo utilizado apenas para caracterizar as operações registrais<sup>(30)</sup>.

O seu objectivo não é de facto o de fixar o momento da transmissão. Esse resulta do art. 405.º e doutros preceitos.

Nenhuns textos da lei se opõem a este entendimento. Não se opõem nomeadamente os arts. 64.º/5 e outros, que fixam as condições de legitimidade.

Pelo que podemos acatar o princípio geral proclamado pelo art. 405.º O momento da transmissão da titularidade é o próprio momento da realização da operação de bolsa.

Seja-nos permitido traçar uma analogia com o momento da sucessão *mortis causa*. Facticamente, este é por força posterior ao da abertura da sucessão, por depender de uma aceitação do sucessível. Mas juridicamente tudo se passa no momento da abertura da sucessão, ao qual retroage todo o fenómeno sucessório. Veja-se uma aplicação no nosso *Direito Civil — Sucessões*<sup>(31)</sup>.

---

<sup>(30)</sup> *Valores Mobiliários Escriturais* cit., págs. 223 e segs. e 244. Parece-nos elucidativo o uso dos termos «transferência» e «transmissão» no art. 65.º/2.

<sup>(31)</sup> 4.ª ed., Coimbra Editora, 1989, n.º 85 III.

## 17. A data da operação de bolsa como a data do registo

Em todo o caso, há que resolver os problemas resultantes da dilação do registo, em relação ao momento da realização da operação.

A lei criou um sistema destinado a evitar as incongruências.

Assenta essencialmente no bloqueio, para as transacções em bolsa, e no registo provisório, para as transacções fora de bolsa.

O bloqueio (arts. 54.º/2 e 68.º/2) impede a transferência dos valores ou direitos que se pretendem negociar <sup>(32)</sup>.

O registo provisório (art. 63.º) não tem esta grandeza meramente negativa. Permite a inscrição provisória dos actos a realizar, seguindo o modelo do registo predial.

Qualquer que seja a técnica adoptada, ela é de molde a assegurar a prioridade da operação que originou o bloqueio ou o registo provisório. O art. 62.º/1 diz-nos que os registos são efectuados pela ordem e com a data da apresentação do respectivo pedido; o art. 64.º/4 diz-nos que o registo convertido em definitivo conserva a ordem que tinha como provisório.

Isto significa que o registo retroage. A data relevante passa a ser, não a data em que o registo é lavrado, mas a própria data da operação.

Assim, nos casos normais, não há nenhuma discrepância final, não obstante a dilação do registo. Como nenhuma outras situações puderam ser inscritas, por um lado, e por outro lado o registo retroage à data da operação, o princípio da consensualidade não é atingido. A data da operação é aquela que vai ser proclamada pelo registo.

Podem porém verificar-se anomalias. Estas não se deveriam produzir, se as regras tivessem sido observadas. Mas produzem-se, em consequência de falhas humanas. Os controlos do sistema não estão em condições de as evitar.

Essas anomalias resultarão de o bloqueio não ter sido realizado antes da operação, de ter havido falha na inscrição e de muitas vicissitudes mais.

---

<sup>(32)</sup> Bem como que prevaleçam as operações que o interessado indevidamente efectue durante esse período ou que se hajam efectuado anteriormente (art. 68.º/2).

Em qualquer caso, criam-se discrepâncias em relação à realidade substantiva. No remedeio dessas discrepâncias, há que contar com a responsabilidade do intermediário financeiro ou outro operador.

Mas não é a única forma de reacção do sistema.

Uma reacção «cirúrgica» fundamental é-nos dada pelo art. 64.º/6 CodMVM, já nosso conhecido: traz a aquisição atributiva, em benefício de terceiro de boa fé.

Mas outros preceitos revelam-nos particularidades curiosas do sistema.

Assim, o art. 64.º/3 dispõe... «Os direitos registados sobre os mesmos valores mobiliários prevalecem uns sobre os outros pela ordem das datas dos respectivos registos, independentemente da data da sua constituição, e, dentro da mesma data, pela ordem por que tiverem sido lavrados, de acordo com o disposto no art. 62.º».

A regra é reveladora. Afinal, o sistema de bloqueios não impede que surjam várias operações sobre os mesmos valores.

Pareceria por tal não poderia acontecer, dado o teor do art. 60.º/2: «Nos casos da parte final do número anterior, as disposições do presente diploma em que se estabelecem as funções, obrigações e responsabilidades da Central de Valores Mobiliários e dos intermediários financeiros mencionados no artigo 59.º serão aplicáveis, com as devidas adaptações, à entidade especialmente incumbida do controlo dos valores mobiliários representativos de dívida pública nacional e à entidade ou entidades encarregadas do respectivo serviço de registo». Mas afinal onde se escreve «não podendo» deve ler-se «não devendo». Se as operações forem realizadas não são nulas. Implicam a responsabilidade do intermediário financeiro, mas as próprias operações são quanto possível aproveitadas pelo sistema.

Mais significativa ainda é a situação resultante do art. 62.º/2a.

Pressupõe que há pedidos de registo que são apresentados durante a vigência do bloqueio sobre os valores mobiliários escritos que dele são objecto. Isto significa que, durante o bloqueio, houve apesar de tudo operações sobre aqueles valores: não há nenhum motivo para limitar o preceito às operações que tenham

sido realizadas, mas não registadas, antes do bloqueio. O que se estabelece é que essas operações, embora contrárias à lei, não são nulas. São quanto possível aproveitadas pelo sistema, registando-se quando cessar o bloqueio (e pela ordem dos respectivos pedidos, parece). Só quando essa transacção ficar esvaziada por falta de objecto, em consequência da transacção levada a bloqueio, é que assim não acontecerá.

Concluimos assim que a lei procura de várias maneiras suplantar os problemas que se podem suscitar em consequência da distância cronológica entre a operação de bolsa e o seu registo. O sistema resultante confirma que o princípio é efectivamente o de que a data da transmissão da titularidade é a própria data da operação de bolsa.

## 18. As operações fora do mercado

Até agora falámos das operações realizadas em bolsa.

Poderemos manter os mesmos princípios para os negócios realizados fora do mercado?

A lei prevê estas operações. No art. 69.º/2 CodMVM esclarece que o bloqueio destes valores, tal como daqueles sobre que recaiam ónus ou encargos ou outras limitações, só poderá fazer-se mediante registo provisório. Daqui que, na terminologia da lei, o registo provisório surja como uma modalidade de bloqueio. Em qualquer caso, permite-se assim a retroacção à data do registo da transacção.

Começemos por observar que a lei não é muito clara quanto à própria admissibilidade destas operações. O art. 180.º/1 afirma a exclusão, cominando a nulidade. Mas já o n.º 2 prevê várias excepções.

Mas para além disto, parece resultar do art. 68.º/4 *b* que pode haver operações praticadas pelo próprio interessado durante a vigência do bloqueio.

A consequência é a *caducidade* do bloqueio, que todavia só produzirá efeitos em relação à parte da ordem ainda não executada ou cuja execução não seja possível suspender (art. 68.º/6 *a*).

A ser assim, o que resulta é afinal a prevalência do acto exterior ao sistema, e não a nulidade aparentemente cominada pelo art. 180.º/1. Há uma vida negocial extra-sistémica, que entra por vezes em contacto com este e até pode sobrepor-se-lhe. Não se vê motivo para a limitar às excepções do art. 180.º/2.

Haverá assim manifestações duma salvaguarda da realidade substantiva, que levará a interpretar o art. 180.º/1 como cominando a ilegalidade simplesmente, e não a nulidade da operação.

E talvez nem isso seja necessário.

O art. 180.º/1 respeita ao valor do acto perante o sistema. Esses actos não produzem nenhuns efeitos perante o sistema, por isso se diz que são nulos.

Mas os actos praticados pelos interessados respeitam à relação fundamental. São válidos e produzem os seus efeitos sobre esta, por força dos princípios gerais.

Sendo assim, há que conjugar as duas relações.

É a isso que procede o art. 68.º/4 b. A vicissitude da relação fundamental repercute-se quanto possível no sistema.

Mas o sistema também terá efeitos sobre a realidade substantiva subjacente.

Da caducidade condicionada, estabelecida no art. 69.º/6 a, resulta que a operação incompatível fundada no bloqueio prevalece.

Neste sentido, porque se opõe a uma transacção que tinha produzido efeitos na ordem substantiva, temos outro caso de criação duma juridicidade nova, em contradição com a realidade preexistente.

Fora disso, não vemos motivos para negar a possibilidade de negociação substantiva.

Se esta releva mesmo quando há bloqueio, muito mais facilmente relevará quando este não existir.

Portanto, também aqui encontramos o paralelismo da relação representada e da representativa. As duas relações prosseguem os seus caminhos próprios. Mas a relação fundamental fica sujeita aos meios heróicos que, em hipóteses extremas, impõem a prevalência dos direitos regularmente adquiridos no seio do sistema.

## 19. Momento da produção dos efeitos

Põe-se seguidamente o problema da determinação do momento em que as transacções realizadas fora de bolsa produzem efeitos sobre o sistema.

O art. 65.º/3 CodMVM diz que a transmissão entre vivos de valores mobiliários escriturais dependerá apenas, em princípio, da apresentação da declaração de venda... Mas não diz qual o momento em que os efeitos se produzem.

Poderia supor-se que se manteria o princípio geral, de que a vicissitude transmissiva é mero efeito do contrato. Não se aplica o art. 405.º, que respeita a operações de bolsa, mas os princípios gerais conduziriam ao mesmo resultado.

Mas a verdade é que fizemos já a distinção entre o direito representativo e a relação fundamental.

A transacção respeita aqui à relação fundamental. Só pode ter porém repercussão sobre o direito representativo desde que se relacione com o sistema de representação que é constitutivo deste.

Isto significa que a transmissão do direito representativo só se pode operar dentro do sistema.

O registo predial pode ainda dar-nos uma base de analogia. Os requerimentos de registo tomam a data da apresentação, e o registo, uma vez realizado, retroage àquela data.

Também aqui podemos supor que a data da apresentação da transacção ao intermediário financeiro, desencadeadora do processo de registo, seja a data a atribuir ao próprio registo. E portanto, que o momento da transmissão seja o momento da apresentação do acto.

Mas a analogia pára por aqui. No registo predial não há nenhuma relação jurídica representativa, há só a relação fundamental. Aqui, o sistema cria uma nova relação jurídica. E é em relação a ela que se pergunta qual o momento da produção dos efeitos.

Pensamos que o primeiro momento em que o sistema toma conhecimento do acto deve ser o momento escolhido. Leva-se tão longe quanto possível a correspondência da relação representativa à relação fundamental. Por isso, dispõe o art. 62.º/1 CodMVM que

os registos são efectuados pela ordem e com a data da apresentação dos respectivos pedidos.

Tem por isso razão Amadeu José Ferreira, quando afirma, por referência ao art. 56.º/2 h CodMVM, que a data do registo é o da apresentação do pedido de registo, portanto a data em que o intermediário financeiro tomou conhecimento dos factos a registar. Até aí os valores só circulam fora do sistema de registo<sup>(32)</sup>. E adiante conclui que «o contacto com o sistema de registo é condição de produção de quaisquer efeitos dos negócios celebrados, seja entre as partes, seja em relação a terceiros»<sup>(33)</sup>.

Com isto fica o esquema completo. A dicotomia relação fundamental/relação representativa funciona em todos os casos. Mas só a integração no sistema formal pode, por definição, influir sobre a relação representativa.

## 20. Conclusão

Se a nossa análise é verdadeira, o sistema do CodMVM reflecte o tripé de institutos preexistentes que lhe deu o ponto de partida.

Traduz a disciplina das acções de sociedades anónimas em regime de depósito ou de registo.

Acolhe, para além mesmo de toda a base de analogia, os princípios do registo predial.

Inspira-se amplamente na disciplina dos títulos de crédito causais:

- pressupondo a relação fundamental
- mantendo a conexão genética e funcional para com esta da relação representativa
- provendo ao paralelismo das duas relações
- admitindo distanciamentos entre elas
- mas salvaguardando a coerência através de formas heróicas de reajustamento

<sup>(32)</sup> *Valores Mobiliários Escriturais* cit., 203-204.

<sup>(33)</sup> Pág. 284. Afirmção que só poderá todavia aceitar-se desde que referida apenas à relação representativa, e não à relação fundamental.

— que podem levar ao sacrifício da juridicidade substantiva preexistente.

Em compensação, não há nenhuma «relação registral». Pode haver uma aparência fundada no registo, mas a única relação que surge de novo é a relação representativa.

Verificamos assim que a disciplina actual é obtida por decalque de institutos preexistentes, nos quais quase só são introduzidas adaptações impostas pelo modo de representação de direitos em causa.

O quadro contém assim alguma imperfeição. É possível chegar-se a um sistema mais integrado, mas em contrapartida mais distanciado dos institutos que lhe deram o ponto de partida.

O equilíbrio encontrado traduz porém um prudente movimento de avanço do conhecido para o desconhecido. Permite também ao intérprete a compreensão do regime estabelecido, por recurso aos institutos que são seu pressuposto.

Seria porém errada a conclusão de que o Direito dos Valores Mobiliários é apenas a soma de institutos preexistentes.

O Direito dos Valores Mobiliários, no que respeita aos seus efeitos substantivos, assenta todo sobre dois pilares. O *tradtum*, representado pelos institutos preexistentes, e o *novum*, que é dado pelo próprio Sistema. E só este explica o regime de síntese a que haverá que chegar.

O que seja porém o Sistema, para além de uma noção meramente formal, e o que representa a intromissão deste interlocutor forçado, é extremamente difícil de determinar.

Mas isso é outra ordem de ideias.

Março de 1996.