

A TRANSMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS FORA DE MERCADO SECUNDÁRIO ⁽¹⁾

Pela Mestre Paula Costa e Silva

SUMÁRIO:

1. Introdução: colocação geral do problema e razão de ordem.
2. O conceito de transmissão de valores mobiliários fora de mercado secundário. 3. As situações em que é lícita a transmissão de valores mobiliários fora de mercado secundário. 3.1. A regra geral: obrigatoriedade de transmissão em mercado secundário de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa ou em mercado especial. 3.2. As excepções à obrigatoriedade de transmissão de valores mobiliários em mercado secundário. 4. O regime de transmissão *inter vivos* de valores mobiliários fora de mercado secundário. 4.1. O regime de transmissão de acções tituladas. 4.1.1. O Decreto-Lei n.º 408/82, de 29 de Setembro. 4.1.2. A entrada em vigor do Código das Sociedades Comerciais. 4.1.3. Articulação do DL 408/82 com o Código das Sociedades Comerciais. 4.1.3.1. Que relação se deve estabelecer entre o DL 408/82 e o CSC? 4.1.3.2. As regras sobre transmissão de acções tituladas, constantes do Código das Sociedades Comerciais. 4.1.4. A entrada em vigor do Código do Mercado de Valores Mobiliários. 4.1.4.1. As regras sobre transmissão de acções tituladas constantes do Código do Mercado de Valores Mobiliários. 4.1.4.2. Resultados da articulação do CMVM com o DL 408/82 e o CSC. 4.1.5. O momento da transmissão da titularidade. O contacto da operação realizada fora de mercado secundário com o sistema de depósito e controlo de valores titulados fungíveis. 4.1.5.1. Acções

⁽¹⁾ O texto que se publica corresponde à intervenção que teve lugar no curso de extensão universitária em Direito dos Valores Mobiliários, no ano lectivo de 1997-98, na Faculdade de Direito de Lisboa.

depositadas. 4.1.5.2. Acções registadas. 4.2. A transmissão de outros valores mobiliários titulados e depositados. 4.3. A transmissão de valores mobiliários escriturais. 5. O regime aplicável à transmissão *mortis causa* de valores mobiliários.

1. Introdução: colocação geral do problema e razão de ordem

O tema que nos foi proposto implica uma análise do regime de transmissão de valores mobiliários fora do mercado de bolsa, fora de mercados especiais e fora do mercado de balcão.

Desta colocação do problema poderá inferir-se que este tema não tem qualquer contacto com o Código do Mercado de Valores Mobiliários (daqui por diante, abreviadamente referido como CMVM). Este diploma destinar-se-ia, aparentemente, a estabelecer as regras aplicáveis às operações que tivessem lugar em mercado organizado.

Mas esta conclusão não é verdadeira. Com efeito, o CMVM visa regular, de modo universal, a figura dos valores mobiliários. Pelo que existirão zonas em que, por estarmos a referir-nos à transmissão *de valores mobiliários*, o CMVM se aplicará.

Por outro lado, pretendeu o legislador instituir sistemas de controlo dos valores mobiliários em circulação. São as famosas contas de registo e controlo de valores mobiliários escriturais e as contas de depósito e controlo de valores mobiliários titulados e depositados, constantes desses registos. Deste modo, haverá seguramente um qualquer contacto entre as operações realizadas fora de mercado secundário e aquelas contas de controlo do volume de valores mobiliários, abertas junto dos intermediários financeiros, com possíveis repercussões sobre as contas abertas pelos intermediários financeiros junto da Central ⁽²⁾.

Do que antecede terá resultado que o tema que nos foi sugerido tem ligações estreitas com os regimes instituídos no CMVM a propósito dos valores mobiliários.

⁽²⁾ Se a transferência de valores implicar contas abertas junto de intermediários diferentes, essa transferência será repercutida nas contas dos intermediários junto da Central.

Uma das maiores dificuldades com que a nossa investigação se confrontou foi com a aparente dispersão e diversidade de regimes jurídicos aplicáveis às transmissões que ocorrem fora de mercado secundário. A seu tempo tentaremos esclarecer os concursos de normas que nos vão surgindo a propósito dos vários tipos e formas de representação de valores.

Antes de emprendermos esta tarefa teremos, no entanto, de determinar o que se entende por transmissões de valores *fora de mercado secundário*. Este o primeiro ponto da nossa exposição.

Seguidamente veremos *em que situações se admite a realização de operações sobre valores mobiliários fora de mercado secundário*.

Em terceiro lugar tentaremos enunciar o regime aplicável à transmissões *inter vivos* de valores mobiliários fora de mercado secundário.

Por último dedicaremos a nossa atenção ao regime aplicável à transmissão *mortis causa* de valores mobiliários.

Comecemos, então, por determinar o que são operações realizadas fora de mercado secundário.

2. O conceito de transmissões de valores mobiliários fora de mercado secundário

Atendendo à noção de mercado secundário que o legislador consagrou (art. 3.º/1 *d* do CMVM) diremos que são transmissões realizadas fora de mercado secundário aquelas que ocorram fora de um mercado de valores, organizado para assegurar a compra e venda desses valores. Ou seja, são transmissões que ocorrem num mercado não organizado para assegurar a compra e venda de valores.

Nos termos do art. 174.º/1 CMVM, o mercado secundário é integrado pelo mercado de bolsa (neste se integrando o mercado de cotações oficiais, o segundo mercado e o mercado sem cotações), pelos mercados especiais (hoje em dia existe apenas o MEOG, instituído pela Portaria n.º 377-C/94, de 15 de Junho) e pelo mercado de balcão. As operações que têm lugar fora de mercado secundário

são aquelas que não são realizadas em nenhum dos mercados acima identificados.

Se a fronteira entre as operações que são imputadas ao mercado de bolsa ou a mercado especial e as operações que ocorrem fora de mercado secundário não é difícil de estabelecer, já o mesmo não se dirá quanto ao estabelecimento de uma fronteira entre as operações a imputar ao mercado de balcão e as operações a atribuir ao fora de mercado.

Recorrendo ao art. 499.º/1 do CMVM podemos, no entanto, encontrar a pedra de toque daquela fronteira: ela está na intermediação. Sempre que a operação seja *realizada por intermediários financeiros*, agindo de conta própria⁽³⁾ ou alheia, a operação é imputada ao mercado de balcão, ficando sujeita ao regime específico deste mercado (arts. 502 a 505 CMVM). Se a operação não for intermediada, então estaremos perante uma operação imputável ao fora de mercado.

Em suma, *só poderão considerar-se operações imputáveis ao fora de mercado aquelas em que não haja a intermediação na realização da operação* (4).

3. As situações em que é lícita a transmissão de valores mobiliários fora de mercado secundário

Cumpre, seguidamente, determinar em que situações é lícita a transmissão de valores mobiliários fora de mercado secundário.

(3) O regime geral de negociação de valores mobiliários de conta própria do intermediário financeiro resulta da conjugação dos arts. 182, 185/a, 608/1/b e c e 609 do CMVM.

(4) O estabelecimento desta restrição é necessário uma vez que o âmbito das actividades de intermediação é vastíssimo, conforme resulta do art. 608 CMVM.

Assim, haverá intermediação numa operação em que o intermediário financeiro se tenha limitado a exercer uma actividade de consultoria sobre os valores a transaccionar. Mas neste caso, a operação não deve ser imputada ao mercado de balcão uma vez que *não foi realizada pelo intermediário financeiro*. Apenas o exercício das actividades de intermediação previstas no art. 608/a e b é relevante para a imputação de uma operação ao mercado de balcão.

3.1. A regra geral: obrigatoriedade de transmissão em mercado secundário de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa ou em mercado especial

A regra fundamental nesta matéria é o art. 180.º CMVM.

O n.º 1 da norma *supra* citada impõe a obrigatoriedade de transmissão em mercado secundário de todos os valores admitidos à negociação em mercado de bolsa ou em mercado especial. Se os valores estiverem admitidos à negociação em qualquer um destes mercados deverão ser obrigatoriamente transmitidos, quer através de operação realizada no mercado em que estão admitidos à negociação, quer através de operação efectuada em mercado de balcão ⁽⁵⁾.

O legislador quis uma adesão de tal modo forte das operações que recaiam sobre valores admitidos à negociação em mercado de bolsa ou em mercado especial *ao mercado secundário* que impõe, no art. 180.º/4 a obrigatoriedade de realização das operações em mercado de balcão sempre que a transacção dos valores esteja suspensa no mercado em que estes se encontram admitidos à negociação.

Qual a razão de ser desta regra?

A imposição de transmissão em mercado secundário de valores admitidos à negociação em mercado de bolsa (mercado de cotações oficiais, segundo mercado e mercado sem cotações; art. 295.º/1 CMVM) ou em mercado especial visa assegurar vários objectivos.

Por um lado, parte-se do princípio que, estando um valor admitido à negociação em determinado mercado, é nesse mercado que confluem oferta e procura. Assim, uma adequada protecção dos investidores pressupõe que as suas ordens de venda ou de compra sejam cumpridas no mercado que assegura que, quem vende,

⁽⁵⁾ De acordo com a redacção dada pelo Decreto-Lei n.º 232/96, de 5 de Dezembro, ao art. 50.º CMVM, pode afirmar-se que todos os valores mobiliários são negociáveis em mercado de balcão, estendendo-se esta negociabilidade a valores mobiliários não admitidos à negociação em mercado de bolsa ou em mercado especial. Da admissibilidade de negociação de valores mobiliários em mercado de balcão não resulta, no entanto, a obrigatoriedade de transmissão de valores mobiliários nesse mercado. Só da admissão à negociação em mercado de bolsa ou em mercado especial resulta a obrigação de negociação de valores em mercado secundário, nele se incluindo, o mercado de balcão.

vende nas melhores condições e que, quem compra, também o faz nas melhores condições.

Por outro lado e no que respeita especialmente ao mercado de cotações oficiais, a obrigatoriedade de transmissão de valores em tal mercado visa assegurar-lhes a liquidez necessária à respectiva permanência em tal mercado (cfr. art. 304.º/1/h e 6 CMVM).

Alega-se, ainda que a imposição de negociação em mercado secundário tem ainda como objectivo proteger o mercado e os investidores de modo indirecto, ou seja, por intermédio da protecção das entidades gestoras dos vários mercados. Estas cobram taxas pela realização das operações ⁽⁶⁾, taxas que constituem importante fonte de receitas. Afirma-se que sem estas receitas não poderiam as entidades gestoras manter os meios técnicos indispensáveis ao regular o funcionamento do mercado.

A prossecução destes objectivos é de tal modo importante que o legislador cominou as transmissões que ocorram ilegalmente fora de mercado secundário com a nulidade ⁽⁷⁾.

Se a operação for realizada em contravenção ao disposto no art. 180.º/1, ela não produzirá os seus efeitos típicos. A transmissão da titularidade sobre os valores tem-se por não produzida, pelo que nada há que levar a contacto com o sistema. Se esse contacto for tentado, tanto o intermediário financeiro que tenha a seu cargo a conta de registo ou de depósito do transmitente aparente, quanto o intermediário financeiro que tenha a seu cargo a conta do registo ou de depósito do transmissário putativo devem recusar-se a proceder aos movimentos entre contas, bem como à alteração dos registos.

Com efeito, estes procedimentos fundar-se-iam numa operação ilegal estando os intermediários financeiros obrigados a controlar a legalidade das operações que levam a registo.

Em face do art. 180.º/1 é possível levantar a seguinte questão: quando se impõe a obrigatoriedade de transmissão de valores no mercado em que estes se encontram admitidos à negociação impõe-se esta obrigação também nos casos em que, tendo em aten-

⁽⁶⁾ Cfr. art. 407/1 e 2 CMVM.

⁽⁷⁾ Em sentido diferente, Oliveira Ascensão, *Valor Mobiliário e Título de Crédito*, Direito de Valores dos Mobiliários, Lex, 1997, n.º 18 (p. 51).

ção o regime de negociação em mercado de bolsa, os valores concretamente a transaccionar não possam ser transmitidos neste mercado?

Este problema surge na medida em que, para além de condições genéricas de admissão de valores mobiliários à negociação em mercado de bolsa e das condições específicas de admissão a cada um dos mercados que o integram, existem condições concretas de transaccionabilidade dos valores mobiliários naqueles mercados.

A admissão de valores mobiliários à negociação num determinado mercado de bolsa é feito por categoria ⁽⁸⁾.

O que significa que todos os valores integrados numa emissão estão ou não genericamente admitidos à negociação nesse mesmo mercado, procedendo-se ao registo da emissão (art. 296.º do CMVM). Não se faz a admissão à negociação das acções 1 a 12 de determinado aumento de capital; procede-se, outrossim, à admissão à negociação em mercado de bolsa (ou, quando for esse o caso, em mercado especial) de todas as acções emitidas naquele aumento de capital.

Depois vamos ver as regras de negociação de valores e chegamos à seguinte conclusão: a negociação em concreto de determinados valores depende, em primeiro lugar, de os valores estarem integrados numa emissão que tenha sido objecto de decisão de admissão. Mas, em segundo lugar, só podem ser negociados em mercado de bolsa os valores que estejam registados (no caso de valores mobiliários escriturais) ou depositados (sendo os valores a transaccionar titulados) ⁽⁹⁾.

Ora, aquilo que se pode perguntar é o seguinte: quando o legislador impõe, no art. 180.º/1, a obrigatoriedade de transmissão de valores no mercado em que estes se encontram admitidos à negociação (ou em mercado de balcão) estará a estender esta obrigatoriedade aos valores que, por não estarem nem registados, nem depositados, não possam ser negociados naquele mercado?

⁽⁸⁾ Não há qualquer processo de admissibilidade à negociação de valores mobiliários em mercado de balcão.

⁽⁹⁾ Cfr. art. 410/3, aplicável *ex vi* art. 425/4/a para as operações de compra e venda em mercado de bolsa.

Situação paradigmática é a das acções tituladas ao portador, que não estão sujeitas a registo ou depósito obrigatórios, bem como a de acções tituladas sujeitas a regime de registo.

Estará o titular das acções ao portador, que não procedeu ao depósito das mesmas, obrigado a transaccionar estas acções em mercado secundário, se a emissão em que estas acções se integram foi sujeita a processo de admissão à negociação em bolsa? Ou poderá o titular das acções transaccioná-las fora de mercado, não se considerando sujeito à obrigação de transmissão em mercado secundário?

Se analisado o art. 180.º/1 verificamos que, nesta norma foi o legislador indiferente à situação concreta dos valores mobiliários a transaccionar. Desde que estes possam ser negociados em mercado de bolsa, porque reúnem as condições previstas no art. 291.º/1 e 2 e desde que se integrem numa emissão admitida à negociação naquele mercado, deverão os valores ser transaccionados em mercado secundário.

Do art. 180.º/1 podemos, no entanto, retirar uma consequência da maior relevância: *os valores mobiliários não admitidos à negociação em mercado de bolsa ou em mercado especial são livremente transaccionáveis fora de mercado secundário*. Estes valores poderão, no entanto, ser transaccionados em mercado de balcão (mercado que integra o mercado secundário), conforme resulta do art. 500.º do CMVM.

3.2. As excepções à obrigatoriedade de transmissão de valores mobiliários em mercado secundário

Após enunciar a regra de obrigatoriedade de transmissão em mercado secundário dos valores admitidos à negociação em mercado de bolsa ou em mercado especial, o art. 180.º/2 vem estabelecer uma série de excepções a esta regra ⁽¹⁰⁾.

Detenhamo-nos sobre estes casos.

⁽¹⁰⁾ Tem-se sustentado que o art. 180/1 e 2 deve ser entendido de modo totalmente contrário àquele que enunciámos. A regra geral quanto à transmissão de valores mobiliários fora de mercado secundário será a regra da liberdade, sendo excepcional a imposi-

De acordo com o corpo do art. 180.º/2, são exceptuadas da regra da obrigatoriedade de transmissão em mercado secundário certas transmissões (as referidas nas várias alíneas deste art. 180.º/2) “quando (estas) não devam, pela sua natureza, valor ou circunstâncias, e de acordo com outras disposições do presente diploma e seus regulamentos ou de legislação especial que lhes respeite, realizar-se em mercado secundário”. Enunciam-se seguidamente nas als. *a* a *e* as transmissões que podem ser realizadas fora de mercado secundário.

No entanto, da redacção do art. 180.º/2 parece decorrer que não basta que a situação concreta se subsuma a qualquer uma das suas alíneas. A propósito de cada transmissão enquadrável em alguma das alíneas do art. 180.º/2 haverá que perguntar, de acordo com o corpo desta norma, se aquela transmissão não é excluída do mercado secundário pela sua natureza, valor ou circunstâncias, e de acordo com outras disposições do CMVM e seus regulamentos ou legislação especial. Assim e exemplificando com a transmissão a título gratuito, dir-se-ia que esta só poderia realizar-se fora de

ção de transacção em mercado de valores admitidos à negociação em mercado de bolsa ou em mercado especial.

Semelhante argumentação funda-se em duas linhas de argumentação. Em primeiro lugar e tendo em atenção as excepções constantes do art. 180/2, pode afirmar-se que têm lugar em mercado secundário todas as compras e vendas de valores mobiliários, acordados entre pessoas colectivas, desde que uma não detenha 20% ou mais do capital social da outra.

O segundo argumento alinhado no sentido da vigência do princípio da liberdade de transmissão resulta do art. 3/3 CMVM.

Não sufragamos semelhante entendimento.

Quanto ao art. 3/3 do CMVM, esta norma limita-se a impor a sujeição das transmissões de valores mobiliários, que tenham lugar fora de mercado secundário, às disposições do Código e seus regulamentos, que lhes sejam aplicáveis.

Mas esta norma nada refere quanto às circunstâncias em que é lícita a transmissão de valores mobiliários fora de mercado secundário.

Quanto ao argumento extraído do art. 180/2, também ele nos não parece poder sustentar o princípio da liberdade de transmissão.

Com efeito, a operação paradigmática que recai sobre valores mobiliários é a operação de compra e venda. E essa compra e venda deve aderir, nos termos do art. 180/1 e do art. 181, ao mercado secundário, sempre que os valores transaccionados estejam admitidos à negociação em bolsa ou em mercado de balcão. A rotação de participações entre pessoas colectivas que se encontrem em relação de simples participação não é, seguramente, o tipo paradigmático de operação que recai sobre valores mobiliários.

mercado se, pela sua natureza, valor ou circunstâncias, e de acordo com os restantes preceitos do CMVM, seus regulamentos e legislação especial não devesse ser realizada em mercado secundário.

O critério que preside às diferentes alíneas do art. 180.º/2 assenta, na maioria dos casos, no tipo de transmissão, sendo o tipo dos valores transaccionados irrelevante para a possibilidade de imputação da operação ao “fora de mercado secundário”.

Na alínea *a* prevêm-se as transmissões a título gratuito. Neste caso estamos perante operações que, pela sua natureza, não devem ser realizadas em mercado secundário. Este assenta na compra e venda (art. 3.º/1/d) pressupondo as operações nele realizadas o pagamento de um preço que, em certos casos, forma uma cotação⁽¹⁾.

A exclusão das transmissões a título gratuito do mercado secundário, tendo em atenção a respectiva natureza, poderia ser posta em crise pela redacção dada ao art. 499.º/1 pelo Decreto-Lei n.º 232/96, de 5 de Dezembro. Com efeito, dispõe-se agora *que integram o mercado de balcão todas as operações que tenham por objecto valores mobiliários*. Na redacção originária do preceito dizia-se que integravam o mercado de balcão as operações de compra e venda de valores mobiliários. A maior abrangência do art. 499.º/1 permite questionar se não podem realizar-se transmissões a título gratuito em mercado de balcão. Se a resposta for positiva, não podemos concluir a exclusão pela natureza das transmissões a título gratuito do mercado secundário, já que o mercado de balcão integra este mercado.

Vimos já que a imputação da operação ao mercado de balcão pressupõe a sua realização através de um intermediário financeiro. Ora, recorrendo às disposições referentes à intermediação, vemos que a realização de operações pelo intermediário financeiro pressupõe o exercício das actividades compreendidas nas als. *b* e *c* do art. 608.º do CMVM. Ora, estas actividades assentam na compra e venda, delas se excluindo outros tipos de contratos.

⁽¹⁾ De acordo com o art. 435/1, “cotação é o preço porque os valores são transaccionados no mercado de cotações oficiais e no segundo mercado”. O preço não forma uma cotação, nem em mercado sem cotações, nem em mercado de balcão (cfr. art. 377/2, para o mercado sem cotações).

Conjugando o tipo de intervenção do intermediário financeiro na realização de operações em mercado de balcão com o art. 499.º/1 podemos concluir que as operações a imputar ao mercado de balcão não são seguramente operações realizadas a título gratuito.

A este argumento pode adicionar-se um outro no sentido da exclusão das transmissões a título gratuito do mercado secundário. Conforme já se afirmou, o legislador dá-nos uma definição de mercado secundário no art. 3.º/1/d do CMVM. E neste preceito se dispõe que o mercado secundário é integrado pelo conjunto dos mercados organizados para assegurar a compra e venda de valores mobiliários.

Em conclusão podemos afirmar que as transmissões a título gratuito se excluem, pela respectiva natureza, do mercado secundário. Pelo que estas transmissões, mesmo que recaiam sobre valores admitidos à negociação, quer em mercado de bolsa, quer em mercado especial, deverão ser realizadas fora de mercado secundário.

Na al. *b* do art. 180.º/2 são referidas as transmissões a título oneroso diferente da compra e venda. Com uma tão ampla redacção pareceria esta alínea apontar no sentido de a ela se subsumirem todos os negócios jurídicos que pressupõem prestações recíprocas a título diferente da compra e venda.

No entanto, a al. *b* tem de ser aproximada da al. *c*. Nesta se prevêem as transmissões de valores mobiliários resultantes de convenções complexas, que não se reconduzem à simples venda de valores, mas em que *a transmissão da titularidade sobre estes constitua elemento essencial* independentemente do título e das condições em que esta se realize.

Concatenando a al. *b* com a al. *c* devemos, assim, concluir que apenas se subsumem à al. *b* as transmissões de valores mobiliários a título oneroso, diferente da compra e venda, quando estas transmissões não resultam de uma convenção complexa. Porque se a transmissão decorrer de uma convenção complexa, então a hipótese deve ter-se por coberta pela al. *c*.

O raciocínio que vimos desenvolvendo para as transmissões onerosas aplica-se igualmente às transmissões a título gratuito, previstas na al. *a*. Na verdade, na al. *c* dispõe o legislador que é irrelevante o título de que resulte a cessão dos valores mobiliários.

Pelo que se a transmissão a título gratuito resultar de uma convenção complexa, então o caso deve ser subsumido à al. *c* do art. 180.º/2 e não à sua al. *a*.

O critério de que parte o legislador para a imputação das transmissões às als. *a* e *b*, por um lado, e *c*, por outro, é consequentemente o de a transmissão não resultar, naqueles casos, ou resultar, nestes casos, de uma convenção complexa. Temos, nesta medida, que ensaiar uma concretização do conceito “convenção complexa”.

A complexidade da convenção (acordo) poderá resultar de dois factores: ou da posição das partes relativamente aos interesses a tutelar ou do conteúdo do próprio acordo. Quando a doutrina utiliza os termos negócio ou acto complexo tem essencialmente em vista aquele primeiro factor.

No entanto, se olharmos para a al. *c* do art. 180.º/2 podemos concluir que a complexidade da convenção é referida ao respectivo conteúdo. Esta conclusão resulta da circunstância de o legislador afirmar que a convenção é complexa quando não se reconduz à simples venda dos valores mobiliários.

Temos, assim, que será complexa a convenção que pressuponha mais do que a simples venda de valores, mas em que a transmissão da titularidade sobre eles constitua elemento essencial.

Estamos perante negócios em que a transferência da titularidade é elemento essencial, mas cujo clausulado visa tutelar uma multiplicidade de interesses, que não apenas os que se destinam à mudança de titularidade.

A quarta situação em que se permite a transmissão fora de mercado secundário é a de esta ser acordada directamente entre comprador e vendedor, sendo ambos pessoas singulares (art. 180.º/2/d).

Se a transmissão é directamente acordada entre vendedor e comprador não poderá esta operação ser realizada em mercado secundário. Neste mercado há indiferença real e indiferença pessoal. É irrelevante, para quem compra e para quem vende em mercado secundário, saber de quem comprou ou a quem vendeu. Mas mais: as regras sobre negociação e compensação de operações em mercado secundário não permitem ordenar sujeitos determinados uns aos outros.

Assim, só a operação realizada fora de mercado permite que os valores sejam transmitidos de um específico vendedor para um específico comprador.

Parece que se escancarou a porta à transacção de valores admitidos à negociação em mercado secundário fora deste mercado. Mas o legislador partiu de uma premissa correcta: normalmente é difícil encontrar, fora de mercado secundário, uma contraparte para o negócio, especialmente quando este negócio se pretende celebrar com um investidor não institucional. Pelo que só em situações pontuais terão as pessoas singulares a possibilidade de acordar directamente a transmissão de valores.

Por outro lado, presumiu o legislador que, em condições normais, seja no mercado em que os valores se encontram admitidos à negociação que se conseguem as melhores condições, tanto para a venda, quanto para a compra desses valores. Pelo que só em situações marginais será possível encontrar condições mais favoráveis, tanto para o comprador como para o vendedor, fora de mercado secundário.

A estas razões práticas, que dificultam a transacção não intermediada em valores mobiliários, fez o legislador acrescer uma outra que desincentiva as transmissões fora de bolsa: taxou as operações realizadas em mercado de balcão e fora de mercado secundário muito mais gravosamente do que as operações realizadas em bolsa ⁽¹²⁾.

A quinta excepção à obrigatoriedade de transmissão de valores em mercado secundário refere-se à rotação de participações sociais entre sociedades das quais uma detenha, pelo menos, 20% do capital social da outra, ou seja, entre sociedades que se encontrem ou em relação de simples participação ou em relação de domínio ou em relação de domínio total ⁽¹³⁾. Com efeito, a rotação só é possível se a operação for realizada fora de mercado secundário, pois que, se ela

⁽¹²⁾ A taxa de operações realizadas em mercado de balcão e fora de mercado secundário foi fixada pela Portaria n.º 904/95, de 18 de Julho. Para os valores admitidos à negociação em mercado secundário, a taxa de realização da operação em mercado de balcão ou em fora de mercado é de 4%. Se os valores não estiverem admitidos à negociação, a taxa de realização de operações em mercado de balcão ou em fora de mercado é de 0,5%.

As taxas de realização de operações em mercado de bolsa foram fixadas pelo Regulamento n.º 92/3, da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, de 20 de Julho. Estas taxas variam entre os 0,04% para as OT's e os 0,5% para a transmissão de direitos.

No MEOG não existem taxas de realização de operações.

⁽¹³⁾ Cfr. arts. 483,486, 488 e 489 do CSC. 14.

fosse levada a este mercado, jamais se poderia garantir que os valores a transmitir fossem efectivamente adquiridos pela sociedade para a qual se pretende operar a respectiva transmissão.

A realização da operação fora de mercado secundário, salvo tratando-se de transmissões a título gratuito, deve ser comunicada pelo adquirente à entidade gestora da bolsa ou do mercado especial em que os valores transaccionados se encontram admitidos à negociação ⁽¹⁴⁾. Enquanto esta comunicação não tiver lugar não poderá o adquirente voltar a transaccionar esses valores ⁽¹⁵⁾. Curiosamente não se impõe a obrigação de publicação em Boletim de Cotações dos elementos referentes às operações realizadas fora de mercado secundário (cfr. art. 452.º CMVM).

4. O regime de transmissão *inter vivos* de valores mobiliários fora de mercado secundário

4.1. O regime de transmissão de acções tituladas

Uma das maiores dificuldades desta matéria respeita à multiplicidade de diplomas potencialmente reguladores da transmissão de acções. O Código Comercial regulava a matéria da transmissão das acções ao portador a propósito da transmissão dos títulos de crédito (art. 483.º), prevendo a forma de transmissão das acções nominativas no art. 168.º § 1.º. Estabelecia-se uma distinção quanto ao modo de transmissão que assentava na dicotomia acções ao portador / acções nominativas.

4.1.1. O Decreto-Lei n.º 408/82, de 29 de Setembro (abreviadamente, DL 408/82)

Em 1982, entra em vigor o DL 408/82.

O diploma em referência constitui um daqueles casos curiosos em que nenhuma relação se pode estabelecer entre os objecti-

⁽¹⁴⁾ Vide Regulamento n.º 91/9, de 22 de Julho, da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

⁽¹⁵⁾ Cfr. nova redacção do art. 180/3 do CMVM.

vos que alegadamente presidiram à respectiva publicação e que constam do preâmbulo, e o regime que se instituiu. No entanto, analisando o DL 408/82, resulta clara a intenção que esteve na respectiva origem: a criação de regimes de registo e de depósito de acções visou facilitar o controlo (e, conseqüentemente, a tributação) das operações realizadas sobre estes valores mobiliários, bem como sobre a distribuição de dividendos.

O DL 408/82 pode ser dividido em oito partes.

Numa primeira parte (arts. 1.º a 6.º) encontramos as normas de incidência dos regimes de registo e de depósito (arts. 1.º a 3.º), a regra relativa à data da produção dos efeitos das transmissões realizadas sobre acções registadas ou depositadas (art. 4.º) e a proibição de pagamento de ou transacção de rendimentos de acções sujeitas a registo ou depósito e não registadas, nem depositadas.

A segunda parte do DL 408/82 é dedicada ao regime do registo de acções (arts. 7.º a 14.º).

A terceira parte do diploma *sub iudice* contém o regime de depósito de acções (arts. 15.º a 21.º).

A quarta parte do DL 408/82, regula, primeiro, a transmissão em bolsa (arts. 22.º a 25.º) e, seguidamente, a transmissão fora de bolsa (arts. 26.º e 27.º) de acções registadas ou depositadas.

A quinta parte do diploma em epigrafe é dedicada à transmissão *mortis causa* (arts. 28.º e 29.º).

Na sexta parte encontramos diversas disposições complementares (arts. 30.º a 33.º), sendo a sétima parte integrada por normas sancionatórias (arts. 34.º a 50.º). Por último, prevêm-se disposições finais e transitórias (arts. 51.º a 55.º).

A menção do DL 408/82 mostra-se, conseqüentemente, fundamental quanto ao objecto da presente exposição na medida em que nos seus arts. 26.º e 27.º se regula, respectivamente, a transmissão entre vivos de acções registadas e a transmissão entre vivos de acções nominativas⁽¹⁶⁾ depositadas.

Nos arts. 28.º e 29.º regula o DL 408/82 o regime da transmissão de acções por morte.

(16) O art. 27/1 refere que o seu regime se aplica às acções depositadas nos termos do seu art. 1.º/1. Ora, o art. 1.º/1 apenas respeita às acções nominativas, sendo a faculdade de proceder ao depósito (ou ao registo) de acções ao portador prevista no art. 1.º/2 do diploma legal em referência.

4.1.2. A entrada em vigor do Código das Sociedades Comerciais

Em 1986, entra em vigor o CSC. Este diploma começa por estabelecer, nos seus arts. 326.º e 327.º, respectivamente, o regime de transmissão de acções nominativas e o regime de transmissão de acções ao portador. Não se estabelece nestes preceitos qualquer distinção quanto ao mercado em que as acções são transmitidas.

Nos arts. 330.º a 340.º regula-se o regime de registo ou de depósito de acções tanto nominativas, quanto ao portador, prevendo-se regras particulares de transmissão para cada um dos tipos de acções.

No art. 304.º é regulada a matéria dos títulos provisórios e definitivos e no art. 305.º estabelecem-se regras, relativas ao livro de registo e ao registo de acções.

4.1.3 Articulação do DL 408/82 com o Código das Sociedades Comerciais

4.1.3.1. Que relação se deve estabelecer entre o DL 408/82 e o CSC?

Verificamos que existem largas zonas de sobreposição entre os dois diplomas ⁽¹⁷⁾. Ambos pretenderam regular, de modo exaustivo e completo, o regime de registo e de depósito de acções.

(17)

DL 408/82	CSC
1/2.....	331/2
1/4.....	330/2
4/2.....	338/1
7 e 9.....	305
12/1 e 2.....	340
12/3.....	305/li
13 e 14.....	335
15.....	332/1
16/1.....	332/2
16/2.....	330/2
18.....	332/4
19/1.....	333/1
19/3.....	333/3
19/4.....	333/4
21.....	332/5
26/3.....	326/5 e 336/2
28 e 29.....	339
31/1.....	304/3

As matérias abrangidas pelo DL 408/82, que não encontram paralelo no CSC, respeitam ao regime de levantamento de títulos emitidos por sociedades estrangeiras e à cobrança de juros ou outras prestações a que estes títulos dêem direito (arts. 20.º e 32.º), a proibição de pagamento ou de transacção de rendimentos de acções sujeitas a registo ou a depósito, que não se encontrem registadas ou depositadas (art. 6.º) ⁽¹⁸⁾ e a proibição de pagamento de quaisquer rendimentos de acções sem que os títulos definitivos hajam sido emitidos (art. 31.º/2) ⁽¹⁹⁾.

O CSC não contém igualmente disposições sancionatórias associadas à transmissão de acções.

O que concluir?

Tendo em atenção as regras referentes à sucessão de leis no tempo, diremos que o DL 408/82 se deve ter por revogado em tudo aquilo que encontre paralelo no CSC ⁽²⁰⁾.

Dir-se-á que a presente conclusão está errada, uma vez que no art. 5.º do DL n.º 262/86, de 2 de Setembro, o DL 408/82 é qualificado como lei especial. Porque nos termos do art. 7.º/3 do C. C. lei geral posterior não revoga lei especial anterior, salvo se outra for a vontade inequívoca do legislador, o DL 408/82 estaria em vigor.

Semelhante objecção não pode, no entanto, proceder.

Com efeito, aquilo que se afirma neste preceito é que o DL 408/82 é lei especial para os efeitos do art. 331.º/1 do CSC. Ou seja, para outros efeitos que não os previstos no art. 331.º/1 do CSC, o DL 408/82 não deve ser considerado lei especial. E nem o poderia ser porque, como vimos, este diploma criou o regime geral aplicável ao registo e ao depósito de acções tituladas.

E que se prevê no art. 331.º/1 do CSC? Prevê-se que as acções nominativas ou ao portador possam ser sujeitas, por diploma especial, ao regime de registo ou de depósito. O DL 408/82 deve, conseqüentemente, ser considerado lei especial apenas na medida em que impõe o regime de registo ou depósito de acções nominativas e de acções ao portador.

⁽¹⁸⁾ Cfr. art. 29412 CSC.

⁽¹⁹⁾ *Idem*.

⁽²⁰⁾ Cfr. tabela de equivalência *supra* nota 17.

O que significa que apenas as normas contidas no DL 408/82 que determinam a incidência obrigatória dos regimes de registo ou de depósito devem considerar-se em vigor porque não revogadas pela lei geral posterior, o mesmo é dizer, pelo CSC.

E que normas são essas?

Quanto às acções nominativas, é o art. 1.º/1 do DL 408/82, pois que este preceito impõe, em alternativa, ou o registo ou o depósito de acções nominativas emitidas por sociedades anónimas ou por sociedades em comandita por acções, que tenham sede em Portugal.

Quanto às acções ao portador, é o art. 2.º, que impõe a obrigatoriedade de depósito de acções emitidas por sociedades estrangeiras.

Também se deve considerar em vigor o art. 3.º do DL 408/82, que impõe o depósito de acções tanto nominativas, quanto ao portador que integrem a carteira de fundos de investimento (mobiliários). Esta disposição deve ser actualmente articulada com o DL n.º 276/94, de 2 de Novembro, nomeadamente com o art. 12.º/1 (21).

O art. 5.º do DL n.º 408/82 está igualmente em vigor, pois que impõe o depósito no momento da emissão e pela sociedade emitente, dos títulos provisórios ou definitivos em nome dos subscritores.

Com exclusão das normas que impõem, quer o registo, quer o depósito de acções, as restantes normas contidas no DL 408/82 devem ter-se por revogadas. Só para os efeitos do art. 331.º/1 do CSC é que aquele diploma é considerado lei especial, pelo que, quanto aos restantes efeitos, ele deve ser qualificado como lei geral.

E o que dizer das normas constantes do DL 408/82, que regulam a transmissão de acções fora de bolsa?

Referimo-nos concretamente ao disposto nos arts. 26.º e 27.º do diploma em referência. O art. 26.º é aplicável a todas as acções registadas, quer sejam nominativas, quer sejam ao portador. Prevê-se que a transmissão destas acções apenas seja válida quando for

(21) Este diploma foi alterado pelo DL 323/97, de 25 de Novembro. Veja-se, ainda, o Regulamento n.º 96/14, da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

utilizada declaração de modelo a aprovar por portaria do Ministro de Estado e das Finanças e do Plano.

A declaração, uma vez reconhecidas as assinaturas do transmitente e do adquirente, deverá ser apresentada numa instituição de crédito, considerando-se como data da transmissão a data da apresentação, salvo prova em contrário.

Quanto às acções nominativas depositadas ⁽²²⁾, limita-se o art. 27.º a prever que o transmitente dará ordem de depósito dos títulos na conta do adquirente, considerando-se como data da transmissão a data em que são dadas as instruções de transferência à instituição depositária.

Estarão os arts. 26.º e 27.º do DL 408/82 em vigor ou terão sido, também eles, revogados pelo Código das Sociedades Comerciais (abreviadamente, CSC)?

4.1.3.2. As regras sobre transmissão de acções tituladas, constantes do Código das Sociedades Comerciais

Os arts. 326.º e 327.º CSC estabelecem regras relativas à transmissão, respectivamente, de acções nominativas e de acções ao portador.

Quanto às acções nominativas, estas são transmitidas por meio de declaração do transmitente inscrita no título ⁽²³⁾, pelo perente lavrado no mesmo título e pelo averbamento da transmissão no livro de acções, lavrado pela sociedade emitente.

De acordo com o n.º 5 do art. 326.º, a transmissão só se considera efectuada na data do averbamento. Se, porventura este averbamento for injustificadamente retardado pela sociedade, a transmissão tem-se por efectuada no quinto dia posterior à apresentação do título à sociedade.

Por seu turno, as acções ao portador são transmitidas entre vivos através da entrega dos títulos. É este o regime do art. 327.º.

⁽²²⁾ O art. 27/1 refere-se às acções depositadas nos termos do art. 1/1. Este preceito apenas se refere às acções nominativas, pelo que não encontramos no DL 408/82 regras aplicáveis à transmissão de acções ao portador depositadas.

⁽²³⁾ Quanto às formalidades a que se deve obedecer a assinatura do transmitente, *vide* art. 326/2 e 3.

Do regime dos arts. 326.º e 327.º resulta uma primeira consequência: o CSC apenas contém regras relativas à transmissão dos valores mobiliários acções, quando estes sejam titulados. A criação da figura das acções escriturais é posterior ao CSC, constando do Decreto-Lei n.º 229-D/88, de 4 de Julho (abreviadamente, DL 229-D/88).

Quanto às acções tituladas, fixou o legislador o momento em que estas se têm por transmitidas. No caso das acções nominativas, o momento em que se produzem os efeitos da transmissão é o do averbamento; no caso das acções ao portador é o momento da tradição.

É de todos conhecida a problemática geral suscitada por estas disposições no que respeita a uma eventual dijunção entre a transmissão dos direitos incorporados nos títulos e a circulação dos próprios títulos. Entendemos que as formalidades previstas, tanto no art. 326.º como no art. 327.º, não são causa adequada de transmissão dos direitos representados. A causa da transmissão será um negócio jurídico, que não tem expressão cautelar.

Mas tanto as formalidades previstas no art. 326.º, quanto a tradição, prevista no art. 327.º, são necessárias à luz das regras de circulação do próprio título. Não podemos perder de vista que, tanto as acções nominativas, como as acções ao portador são títulos de crédito, donde, são títulos de legitimação. Por esta razão, o art. 327.º/1 faz depender o exercício de direitos sociais da posse dos próprios títulos.

Em suma, os direitos incorporados nas acções, quer estas sejam nominativas, quer sejam ao portador, transmitem-se por efeito do contrato. Porém, a legitimação para o exercício dos direitos transmitidos funda-se numa realidade formal, pelo que há que respeitar os termos particulares de circulação dos próprios títulos.

Para além dos arts. 326.º e 327.º encontramos ainda *normas relativas à transmissão de acções que se encontram sujeitas a registo ou depósito*.

Assim, teríamos regras para as acções nem registadas, nem depositadas e regras aplicáveis em caso de existência de registo ou depósito. Sabemos já que as acções nominativas estão obrigatoriamente sujeitas ou a registo ou a depósito. As acções ao portador de

sociedades com sede em Portugal poderão, por iniciativa dos respectivos titulares, ser sujeitas a registo ou a depósito.

Para as acções nominativas sujeitas a registo ou a depósito não encontramos regras particulares respeitantes à transmissão. Tudo quanto se diz no art. 336.º/1 é que a sujeição o registo ou depósito não dispensam as formalidades previstas no art. 326.º, consistindo o registo no averbamento da transmissão no livro de registo de acções da sociedade emitente.

Já quanto às acções ao portador sujeitas obrigatória ou facultativamente ao regime de registo ou de depósito se afirma que a transmissão deve constar de declaração feita nos termos dos n.ºs 2, 3 e 4 do art. 337.º. Dispõe-se no art. 338.º que a posse de acções ao portador sujeitas a registo ou depósito só pode ser provada pelo registo ou pelo depósito. Se, por hipótese, as acções estiverem sujeitas a registo, o titular continua com a posse dos títulos. Poderá tentar transmitir estes títulos por simples tradição. Mas o adquirente não poderá fundar os seus direitos na mera posse dos títulos; esses direitos deverão ser levados a registo. Este o regime decorrente dos arts. 337.º/2 e 338.º do CSC.

Terá o regime de transmissão de acções previsto no CSC revogado o regime de transmissão constante dos arts. 26.º e 27.º do DL 408/82?

Quanto às acções ao portador sujeitas a registo, deve ter-se por revogado o art. 26.º do DL 408/82 pelos arts. 337.º e 338.º do CSC. Provisoriamente, digamos que o regime de transmissão das acções ao portador depositadas consta também daqueles preceitos do CSC, nunca tendo este regime sido abrangido pelo DL 408/82.

E quanto às acções nominativas?

Relativamente às acções nominativas registadas, porque o registo consiste no averbamento no livro de registo de acções (art. 336.º/2 CSC) e porque no art. 326.º se prevêem as formalidades da transmissão e a data de produção de efeitos, o sistema fica completo. O art. 26.º/1 do DL 408/82 deve ter-se por revogado.

Fica fora do CSC o regime previsto pelo art. 27.º do DL 408/82 para a transmissão de acções nominativas depositadas. Mas veremos mais adiante que também esta norma não está em vigor. O CMVM se encarregou de proceder à respectiva revogação.

Convém fazer um ponto de ordem e lembrar as conclusões a que fomos chegando.

Assim temos que às acções ao portador não integradas em qualquer regime de registo ou de depósito se aplica, quanto à transmissão, o disposto no art. 327.º do CSC.

Quanto à transmissão de acções ao portador integradas em sistemas de registo ou de depósito regem os arts. 337.º e 338.º do CSC.

As acções nominativas registadas seguem o regime de transmissão fixado no art. 326.º do CSC.

Transitoriamente, aceitemos que o regime de transmissão das acções nominativas depositadas se encontra no art. 27.º do DL 408/82.

As conclusões a que fomos chegando serão corrigidas de imediato, uma vez que vamos entrar em linha de conta com o terceiro diploma que regula a matéria da transmissão de acções, a saber, o CMVM.

Antes, porém, não resistimos a relatar aquilo que se pode considerar a vingança do DL 408/82 sobre o CSC.

Vimos que o CSC revogou quase integralmente o DL 408/82. Qual não foi a nossa admiração quando encontrámos o Decreto-Lei n.º 116/91, de 21 de Março (abreviadamente, DL 116/91). Este diploma, visando estender a possibilidade de aceitação de depósitos de acções e de prestação dos serviços inerentes a esses depósitos às sociedades correctoras, às sociedades financeiras de corretagem e a outras instituições financeiras autorizadas a exercer a actividade de guarda de valores mobiliários, veio alterar disposições do DL 408/82 que, por terem lugar paralelo no CSC, estavam revogadas.

Poderíamos pensar que o DL 116/91 teria repristinado parcialmente o DL 408/82; mas a repristinação não se presume. Acresce que semelhante qualificação seria incorrecta, pois não se estabeleceu qualquer relação revogatória entre aquele diploma e a lei revogatória (o CSC) do DL 408/82. O que temos na situação *sub iudice* é a alteração de disposições de uma lei que, quanto às disposições alteradas, já não estava em vigor.

Deverá entender-se que a lei nova, ou seja, o DL 116/91, repôs parcialmente em vigor o DL 408/82?

Respondendo a questão idêntica à que encontramos, Oliveira Ascensão ⁽²⁴⁾ afirma que não pode aceitar-se que a lei nova tenha reposto em vigor a lei antiga revogada. Aquilo que a lei nova realiza é uma “apropriação material do conteúdo do diploma revogado, que passa a integrar o texto do novo diploma” ⁽²⁵⁾

Esta solução pressupõe que a lei nova remeta para disposições revogadas, pretendendo que elas continuem a aplicar-se.

Os resultados da apropriação material operada pelo DL 116/91 são extraordinários. Este diploma absorve, em versão alterada, os arts. 16.º/1 e 3, 17.º, 18.º, 19.º/3, 21.º, 24.º, 25.º e 32.º/3 do DL 408/82. Na medida em que estas normas tenham âmbito coincidente com o daquelas que se integram no CSC, deve o CSC ter-se por revogado! Estão consequentemente, revogados os arts. 332.º/2 ⁽²⁶⁾, 332.º/4 ⁽²⁷⁾, 333.º/3 ⁽²⁸⁾ e 332.º/5 ⁽²⁹⁾ do CSC.

Nenhuma das disposições absorvidas pelo DL 116/91 interfere com o regime de transmissão das acções.

Avancemos, consequentemente, para o CMVM e tentemos determinar se o regime de transmissão de acções a que chegáramos sofreu alguma alteração com a entrada em vigor deste diploma ⁽³⁰⁾.

⁽²⁴⁾ *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, 10.ª ed., Almedina, 1997, n.º 172 III.

⁽²⁵⁾ *Ob. cit.*, pág. 301.

⁽²⁶⁾ Art. 16/1 DL 408/82.

⁽²⁷⁾ Art. 18 DL 408/82.

⁽²⁸⁾ Art. 19/3 DL 408/82.

⁽²⁹⁾ Art. 332/5 DL 408/82.

⁽³⁰⁾ Também o CMVM vingou o DL 408/82.

A propósito dos valores mobiliários titulados e no que respeita à passagem das acções nominativas do regime de registo para o regime de depósito (art. 79/2), a indicação das menções que deve conter a declaração a enviar ao intermediário financeiro, *nos termos do art. 15 ou do art. 22/1 do DL 408/82*.

Relativamente ao levantamento, com perda de fungibilidade, de acções nominativas depositadas, *a sujeição dos respectivos titulares ao cumprimento do disposto no art. 19 ou 24 do DL 408/82*.

Quanto ao regime de transmissão entre vivos de valores mobiliários fungíveis depositados, a referência de que os lançamentos a débito ou a crédito nas contas individuais dos clientes *substituem as formalidades estabelecidas para a transmissão de acções nominativas previstas no DL 408/82* (art. 89/1 *la*).

Tratando-se de acções ao portador sujeitas obrigatoriamente ao regime de registo ou de depósito (apenas as acções emitidas por sociedades estrangeiras e as acções integradas nas carteiras dos fundos de investimento mobiliário), os lançamentos a débito e a crédito

4.1.4. *A entrada em vigor do Código de Valores Mobiliários*

O primeiro ponto em que teremos de assentar é o seguinte: o CMVM aplica-se a todos os tipos de valores mobiliários; o CSC e o DL 408/82 apenas se aplicam às acções tituladas. Deste modo, a existirem normas específicas relativas à transmissão de valores mobiliários tanto no CMVM, como no CSC e no DL 408/82 apenas poderá verificar-se uma relação de concurso no que respeita à transmissão de acções tituladas. Aos restantes valores mobiliários (cfr. art. 3.º/1/a e 2 CMVM) que sejam emitidos, negociados ou comercializados (!) no território nacional (cfr. art. 2.º CMVM) não serão aplicáveis nem o CSC nem o DL 408/82 ⁽³¹⁾.

O segundo ponto de partida é o seguinte: o CMVM contém regras específicas relativas à transmissão de valores mobiliários em mercado secundário; o CSC regula a transmissão dos valores mobiliários acções tendo exclusivamente em atenção se estas são nominativas ou ao portador e se se encontram, umas e outras, sujeitas ou não ao regime de registo ou de depósito. Onde poderá sur-

substituirão as formalidades previstas no DL 408/82 para a transmissão daquelas acções (art. 89/1/c).

As disposições do CMVM parecem pressupor a vigência dos arts. 15, 19 e 22 a 27 do DL 408/82, que concluíramos estarem revogados.

Isto se passa com os arts. 15, 19, 22/1 e 24 do DL 408/82, cujo conteúdo é materialmente absorvido pelo CMVM (*vide* art. 79/2 e 3 do CMVM), no que respeita, respectivamente, à emissão das declarações para cancelamento do registo de acções a sujeitar a depósito e ao levantamento de acções depositadas.

Mas verifica-se também a situação inversa. O CMVM pressupõe a vigência parcial do DL 408/82, mas procede à substituição do regime contido em parte das normas que presume estarem em vigor. Deste modo o CMVM não se apropria, ao abrigo do disposto no art. 89/1/a e c, dos regimes contidos nos arts. 15, 19 e 22 a 27 do DL 408/82, na medida em que procede à respectiva substituição.

Em síntese, só o CSC e o CMVM actualmente o regime geral de transmissão de acções. O Dec.-Lei n.º 408/82 deve ter-se por revogado pelo CSC no que respeita àquele âmbito material, com ressalva do disposto nos arts. 15 e 22/1, para a emissão das declarações para cancelamento do registo, e no art. 19 e 24, no que se refere ao levantamento de acções depositadas. Esta apropriação é totalmente inútil, na medida em que os regimes contidos nos arts. 15 e 19 do DL 408/82 foram transpostos, respectivamente, para arts. 332 e 333 do CSC. Por seu turno, o regime contido nos arts. 22 e 24 foi absorvido pelo próprio CMVM, quando regula a transmissão de valores mobiliários em bolsa.

⁽³¹⁾ Poderia surgir um problema de concurso de normas no que respeita à transmissão de obrigações. No entanto, o CSC não regula esta matéria.

gir um concurso de normas sempre que um valor mobiliário acção seja transmitido em mercado secundário. A análise deste concurso está, no entanto, fora do âmbito da presente intervenção, uma vez que nela apenas será analisada a transmissão de valores mobiliários fora de mercado secundário.

Analiseemos, então, o CMVM e vejamos se ele contém algum regime aplicável às transmissões de valores mobiliários fora de mercado secundário.

Sabemos nesta altura que para determinado tipo de valores mobiliários (as acções) se poderá verificar um concurso de normas entre o CSC e o DL 408/82 e o CMVM. Tudo depende de os diferentes diplomas regularem a transmissão.

Para os outros tipos de valores mobiliários (os referidos no art. 3.º/1/a do CMVM) haverá que perguntar se os regimes específicos que os criam não contêm normas que possam entrar em concurso com as regras estabelecidas no CMVM a propósito da transmissão.

Comecemos a nossa indagação pelo regime aplicável à transmissão de acções fora de mercado secundário.

4.1.4.1. As regras sobre transmissão de acções tituladas constantes do Código de Valores Mobiliários

O ponto de partida na busca de um regime jurídico aplicável à transmissão de acções tituladas no CMVM parece-nos ser o seguinte: não vamos seguramente encontrar regras a propósito da negociação em mercado secundário.

Pelo que a única sede onde esta matéria poderá estar regulamentada é a das disposições gerais aplicáveis a todos os valores mobiliários ou nas disposições próprias aplicáveis aos valores mobiliários titulados.

Nas disposições gerais apenas encontramos uma disposição que pode ter contacto com o regime de transmissão. Diz-se no art. 54.º/2 que, enquanto durar o bloqueio motivado pelo decurso do prazo de exercício de direitos inerentes, não poderá realizar-se qualquer operação que implique a transferência da titularidade dos valores sobre os quais incide o bloqueio.

Entre as disposições que regem os valores mobiliários titulados (arts. 77.º a 96.º) encontramos o art. 89.º, cuja epígrafe é “Transmissão de títulos fungíveis”.

De acordo com esta disposição, a transmissão de *títulos fungíveis depositados* opera pelo lançamento a débito na conta do transmitente e pelo lançamento a crédito na conta do transmissário. O art. 89.º não estabeleceu qualquer distinção em função do mercado em que os valores foram transaccionados. Independentemente do mercado em que ocorreu o facto operante da transmissão da titularidade, haverá sempre que proceder a uma “movimentação” de títulos entre as contas de depósito.

Tivemos já ocasião de analisar o art. 89.º em outro estudo ⁽³²⁾. E aí concluímos que o art. 89.º não determina o momento em que ocorre a transmissão da titularidade. O regime deste preceito respeita às operações materiais que deverão ter lugar na sequência da celebração de um negócio translativo. Donde resulta que a transmissão dos valores não tem como causa os lançamentos previstos no art. 89.º/1 ⁽³³⁾, mas um negócio jurídico adequado à transmissão da titularidade dos valores.

A zona de contacto entre o CMVM e CSC surge-nos a propósito da articulação dos lançamentos a débito e a crédito com as formalidades exigidas pelos arts. 326.º e 327.º para a transmissão.

Nos termos da al. *a* do art. 89.º/1, estando as acções nominativas depositadas, os lançamentos em conta substituem as formalidades previstas no CSC para a transmissão destas acções. Deixa ser necessária a inscrição no título da declaração de venda e do peritense, bem como o averbamento no livro da sociedade emitente.

Quanto às acções ao portador, dispõe a al. *c* do art. 89.º/1 que os lançamentos em conta substituem a tradição. O título deixa de circular materialmente: a circulação passa a ser meramente escritural. Se as acções estiverem sujeitas a regime de depósito, as for-

⁽³²⁾ *Compra, Venda e Troca de Valores Mobiliários*, Direito dos Valores Mobiliários, Lex, 1997, pág. 257 e segs..

⁽³³⁾ Oliveira Ascensão, *Valor Mobiliário* cit., pág. 49, refere que o art. 89/1 (tal como o art. 65/1) regula o modo ou a forma de realização das operações de registo consequentes à transmissão dos direitos.

malidades referidas para a respectiva transmissão pelo CSC são igualmente substituídas pelos lançamentos em conta.

O art. 89.º/1 pressupõe o lançamento em contas de depósito. Logo, o seu regime apenas se aplicará quando os títulos estejam sujeitos a depósito.

Perguntar-se-á, no final, onde está no CMVM o regime de transmissão de acções nominativas ou ao portador sujeitas a registo, equiparável ao art. 89.º.

E a resposta, por mais absurdo que parece, é que esse regime não está no Código.

Vejamos porquê.

Sabemos já que a lei confere aos titulares de acções a possibilidade de optar entre um regime de registo e um regime de depósito. Este o sentido do art. 331.º do CSC. Nesta altura sabemos já que o sistema de registo instituído pelo DL 408/82 e retomado pelo CSC não se confunde com o sistema de registo e controlo de valores escriturais constante do CMVM.

Chegamos ao CMVM e verificamos que o legislador, depois de concretizar o conceito de fungibilidade para os valores titulados no art. 77.º, acaba por fazer depender a fungibilidade destes valores da respectiva integração no sistema de depósito. Do que resulta que *os valores mobiliários sujeitos a regime de registo previsto no DL 408/82 e no CSC não são fungíveis com os valores mobiliários sujeitos a regime de depósito*. Os direitos incorporados nos títulos podem ser exactamente iguais, mas não há fungibilidade com os valores titulados sujeitos a registo.

O CMVM acaba por se dedicar exclusivamente aos valores mobiliários titulados fungíveis, estruturando as contas de valores abertas junto dos intermediários financeiros e junto da Central sobre o regime do depósito. Por outro lado, a liquidação das operações em mercado secundário é uma liquidação por saldo de contas de depósito.

Consequentemente, as acções tituladas sujeitas ao regime de registo estão fora da estrutura em que assenta a transmissão de valores mobiliários em mercado secundário.

Por esta razão, há que proceder à conversão do regime de registo em regime de depósito para que os títulos sejam transaccionáveis em mercado secundário. E se a transacção tiver por objecto

valores integrados em emissão que foi sujeita a processo de admissão à negociação em mercado de bolsa (ou em mercado especial), essa conversão parece ser obrigatória devido ao comando contido no art. 180.º/1.

4.1.4.2. Resultados da articulação do CMVM com o DL 408/82 e o CSC

Que resultados obtivemos da articulação do CMVM com o regime de transmissão de acções tituladas constante do DL 408/82 e do CSC?

Se bem se recordam, tínhamos chegado às seguintes conclusões:

- 1.ª às acções ao portador não sujeitas a registo ou depósito aplica-se o disposto no art. 327.º CSC;
- 2.ª às acções ao portador registadas aplica-se o disposto nos arts. 337.º e 338.º do CSC;
- 3.ª às acções ao portador depositadas aplica-se o disposto nos arts. 337.º e 338.º do CSC;
- 4.ª às acções nominativas registadas, aplica-se os arts. 326.º e 3376.º do CSC;
- 5.ª às acções nominativas depositadas, aplica-se o art. 27.º do DL 408/82.

A entrada em vigor do CMVM determina a aceitação dos seguintes pressupostos:

- 1.º impõe-se a transmissão em mercado secundário dos valores admitidos à negociação em mercado de bolsa ou em mercado especial;
- 2.º só é lícita a transmissão fora de mercado secundário de valores admitidos à negociação em bolsa ou em mercado especial nas situações previstas no art. 180.º/2;
- 3.º o foi criado um sistema global de depósito e controlo de valores mobiliários titulados;
- 4.º ao impor a obrigatoriedade de transmissão em mercado secundário, o legislador foi insensível à situação concreta

- dos valores a transaccionar (sujeição aos regimes de registo ou depósito previstos no DL 408/82 e no CSC);
- 5.º se houver acções (nominativas ou ao portador) registadas (nos termos do DL 408/82 e do CSC) integradas em emissão admitida à negociação em mercado de bolsa ou em mercado especial, deverá ser requerida a conversão do registo em depósito a fim de que os valores possam ser transaccionados em mercado secundário, estruturado, quanto aos valores titulados, sobre o regime do depósito.

Dos pressupostos acima referidos parecem decorrer os seguintes resultados no que respeita ao regime de transmissão de acções tituladas:

- 1.º às acções nominativas ou ao portador já depositadas à data da entrada em vigor do CMVM passa a aplicar-se o regime previsto no art. 89.º/1, sendo substituídas as formalidades previstas nos arts. 27.º do DL 408/82 (nominativas) e 327.º CSC (portador);
- 2.º às acções nominativas ou ao portador registadas à data da entrada em vigor do CMVM aplicar-se-á igualmente o disposto no art. 89.º/1, sempre que se proceda à conversão do registo em depósito, sendo igualmente dispensado o cumprimento das formalidades previstas nos arts. 26.º do DL 408/82 (nominativas) e 327.º do CSC (portador);
- 3.º as transmissões de acções nominativas e de acções ao portador registadas à data da entrada em vigor do CMVM, que não passem ao regime de depósito e que sejam licitamente transmitidas fora de mercado secundário não entram em contacto com o regime de depósito e controlo de títulos fungíveis; o regime de transmissão destes títulos decorre, para as acções nominativas, dos arts. 326.º e 336.º do CSC, e, para as acções ao portador, dos arts. 337.º e 338.º do CSC.

Em suma, quanto às acções depositadas, o CMVM procedeu a uma substituição dos regimes previstos em diplomas anteriores; quanto às acções registadas, mantiveram-se em vigor as normas que regulavam a respectiva transmissão.

De quanto antecede resulta a questão fulcral: qual é a data em que se produzem os efeitos da operação realizada fora de mercado secundário?

4.1.5. *O momento da transmissão da titularidade. O contacto da operação realizada fora de mercado secundário com o sistema de depósito e controlo de valores titulados fungíveis*

Vimos que, com a entrada em vigor do CMVM, se passou a estabelecer uma dicotomia entre valores depositados e valores registados (ao abrigo do DL 408/82 e do CSC).

Perguntar-se-á agora: qual é o momento em que se considera transmitida a titularidades dos valores, sendo o negócio translativo realizado fora de mercado secundário?

Quanto aos valores depositados perguntar-se-á: têm-se os valores por transmitidos na data da realização da operação? Ou será que deve considerar-se como momento relevante o momento em que a operação entra em contacto com o sistema? Ou ainda o momento em que se processam os lançamentos em conta?

Quanto aos valores registados a pergunta tem outra formulação. Deverá considerar-se que os direitos se transmitem na data da operação ou será que a transmissão da titularidade depende do cumprimento de certas formalidades?

Começemos pelas acções sujeitas a depósito.

4.1.5.1. *Acções depositadas*

Se a operação for realizada fora de mercado secundário mas recair sobre valores mobiliários integrados no sistema de depósito, deverá verificar-se algum contacto da operação com o sistema?

A resposta é-nos dada pelo art. 89.º/1. Essa operação entra em contacto com o sistema pelo menos no momento em que se procede aos lançamentos a débito e a crédito nas contas de depósito.

Mas para que os intermediários financeiros procedam ao débito na conta do transmitente e ao crédito na conta do adquirente é necessário que eles tenham conhecimento da realização da ope-

ração e que lhes sejam dirigidas instruções no sentido de realizarem a transferência entre contas. Do que resulta que o primeiro contacto entre a operação e o sistema seja aquele em que o intermediário financeiro recebe as instruções de transferência.

Qual é o momento em que se considera transmitida a titularidade sobre os valores?

A resposta a esta interrogação parece decorrer do art. 65.º/3.

De acordo com este preceito, “a transmissão *entre vivos* de valores mobiliários (...) (no nosso caso, titulados) dependerá apenas da apresentação da declaração de venda assinada pelo respectivo titular ou seu representante, ou de ordem escrita deles emanada, determinando ao intermediário financeiro detentor da conta do vendedor (no nosso caso, da conta de depósito do vendedor) a transferência dos valores em conta para a conta (no nosso caso, de depósito) do adquirente (...)”.

O que se pretende com este preceito não é seguramente estabelecer condições de validade da operação realizada fora do mercado. A validade desta operação resulta, para além do respeito das regras injuntivas aplicáveis ao negócio em causa, da observância do art. 180.º CMVM.

Aquilo que aqui se determina é o momento do primeiro contacto da operação com o sistema de depósito. E a partir deste momento, a operação realizada fora de mercado secundário pode ser oposta ao sistema.

De um ponto de vista substantivo, a causa adequada de transmissão é a operação, não o respectivo contacto com o sistema. De um ponto de vista substantivo, a transmissão da titularidade resulta do próprio negócio. Mas a partir do momento em que os direitos transmitidos foram incorporados em títulos integrados num dado sistema, a realidade substantiva convive neumaral com uma realidade formal. E entre as duas pode verificar-se uma descoincidência.

Entre a data da realização da operação e a data de recepção de instruções pelo intermediário financeiro pode decorrer um lapso de tempo. Neste lapso há uma discrepância entre a realidade substantiva e a realidade formal. Substantivamente, titular é já o adquirente. Mas, para efeitos do sistema, titular continua a ser o alienante.

Esta dissociação pode levar a duplas alienações, caso o alienante dê ordem de venda em mercado secundário dos valores que já transmitira em operação realizada fora de mercado. O sistema permitirá a execução desta segunda ordem de venda, prevalecendo a operação realizada em mercado secundário sobre a operação realizada fora de mercado (cfr. art. 68.º/2, parte final, aplicável aos valores titulados *ex vi* art. 93.º/3 CMVM).

Por último perguntar-se-á se não há como fazer retroagir os efeitos que se produzem no momento do primeiro contacto com o sistema à data da realização da operação.

E a resposta a esta interrogação é positiva. Com efeito, é possível proceder ao registo provisório da operação antes de titulado o negócio translativo da titularidade (art 63.º/2/a aplicável *ex vi* art. 88.º/1 CMVM).

Se bem que não encontremos no CMVM regra paralela ao art. 6.º/3 do Código de Registo Predial⁽³⁴⁾, é evidente que o seu princípio se deve aplicar. A não ser assim nenhum efeito útil pode decorrer do registo provisório.

Uma vez realizada a operação, proceder-se-á ao registo definitivo, nos termos do art. 56.º/2/h aplicável *ex vi* art. 88.º/1. E os efeitos do registo definitivo retroagirão à data do registo provisório.

E o que acontece se a operação nunca entrar em contacto com o sistema?

Conforme vimos, algumas das transmissões realizadas fora de mercado secundário apenas tinham de ser comunicadas à entidade gestora do mercado em que os valores estivessem admitidos à negociação⁽³⁵⁾. Não se impõe uma obrigação de comunicação da operação nem pelas partes do negócio nem pela entidade gestora do mercado ao intermediário financeiro que tem a seu cargo a conta de depósito do transmitente.

⁽³⁴⁾ Nos termos desta disposição legal, o registo convertido em definitivo guarda a prioridade que tinha como provisório.

⁽³⁵⁾ Nos termos do art. 180/3, as transmissões a título gratuito não têm de ser comunicadas à entidades gestora do mercado. A justificação poderá estar na falta de interesse desta informação, uma vez que, sendo a transmissão realizadas a título gratuito, não se fixou qualquer preço na operação realizada fora de mercado que deva ser confrontado com o preço fixado para valores idênticos em operações realizadas em mercado secundário.

Do que resulta que a operação pode não entrar em contacto com o sistema.

Mas esta falta de contacto tem uma consequência: perante o sistema, tudo se passa como se a operação não tivesse tido lugar. Para o sistema, o titular dos valores continua a ser o transmitente, apesar de substantivamente titular ser o transmissário. A legitimação formal, assegurada pela conta de depósito está em desarmonia com a legitimidade substantiva. Mas aquela legitimação prevalece sobre esta.

4.1.5.2. Acções registadas

E o que dizer quanto à transmissão de acções fora de mercado secundário, se os títulos estiverem sujeitos ao regime de registo?

Estas operações não entram em contacto com o sistema. Relativamente a elas haverá que proceder à comunicação da entidade gestora do mercado em que os valores se encontram admitidos à negociação e que respeitar as formalidades previstas nos arts. 326.º e 336.º do CSC para as acções nominativas e arts. 337.º e 338.º do mesmo diploma para as acções ao portador.

E qual o momento em que ocorre a transmissão da titularidade sobre estas acções?

Vamos até ao CSC procurar uma solução. Quanto às acções nominativas, encontramos o art. 326.º/5. Afirmámos já que a causa da transmissão é o negócio subjacente. O cumprimento das formalidades previstas no art. 326.º/1 não é causa adequada da transmissão, antes a pressupõe ⁽³⁶⁾.

Mas do cumprimento destas formalidades depende a oponibilidade da operação à sociedade emitente e a terceiros. Ao invés, entre as partes do negócio, a oponibilidade da operação é imediata.

Por isso se afirma no art. 326.º/5 que a transmissão se considera efectuada na data do averbamento da transmissão no livro de registo de acções da sociedade.

⁽³⁶⁾ Neste sentido, Oliveira Ascensão, *Títulos de crédito, Direito Comercial*. Lisboa. 1992, pág. 45 e segs..

Quanto às acções ao portador registadas, se bem que o art. 89.º/1/c afirme que são dispensadas todas as formalidades previstas para a respectiva transmissão, nestas incluindo a tradição (afastando o art. 327.º CSC) e, quando as acções se encontrem sujeitas a registo ou depósito, as demais formalidades previstas no DL 408/82, sabemos que a aplicação do n.º 1 do art. 89.º pressupõe a integração destes títulos no sistema de depósito.

Pelo que, quanto às acções ao portador registadas, continua a aplicar-se o regime dos arts. 337.º e 338.º do CSC.

Assim, e no caso de transmissão de acções ao portador registadas, os efeitos da operação produzem-se na data do último reconhecimento notarial da declaração de venda, prevista no art. 337.º/1 e 2 do CSC.

4.2. A transmissão de outros valores mobiliários titulados e depositados

É totalmente incompatível com a natureza da presente intervenção verificar, um por um, todos os diplomas que criam e regulam os diferentes tipos de valores mobiliários.

Pelo que, aqui, nos limitaremos a enunciar o regime geral constante do CMVM para o caso de se tratar de valores diferentes de acções, mas sujeitos a depósito.

Resulta do art. 89.º/1/b que em caso de transmissão de títulos nominativos diferentes de acções, as operações de lançamento a débito e a crédito substituem as formalidade semelhantes às indicadas na al. a (declaração do transmitente, pertence e averbamento) e que se prevejam na legislação respeitante a cada tipo de valores.

Para os títulos ao portador, dispõe o art. 89.º/1/c que os lançamentos a débito e a crédito nas contas de depósito substituem a tradição.

Tal como vimos acontecer com as acções tituladas, o momento de contacto da operação realizada fora de mercado secundário com o sistema é o momento em que se dão instruções ao intermediário financeiro para que proceda aos lançamentos nas contas de depósito. Consequentemente, também quanto a estes

valores existirá um hiato de tempo entre a realização da transmissão e a comunicação das instruções para a execução dos lançamentos.

Neste hiato, a operação não releva perante o sistema, pelo que há uma discrepância entre a realidade substantiva e a realidade formal. Os problemas que esta discrepância pode fazer emergir foram já analisados a propósito das acções tituladas. Para lá remetemos ⁽³⁷⁾.

4.3. A transmissão de valores mobiliários escriturais

O regime jurídico das acções escriturais foi instituído pelo já referido DL 229-D/88. Este diploma foi expressamente revogado pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de Abril (cfr. art. 24.º).

Consequentemente, o regime jurídico das acções escriturais consta actualmente do CMVM, nele se incluindo o regime de transmissão.

O CMVM trata unitariamente todos os tipos de valores mobiliários escriturais, pelo que procederemos a uma análise conjunta das regras de transmissão aplicáveis a estes valores.

A única representação dos valores escriturais é a representação registral (art. 56.º/1).

A titularidade e as vicissitudes destes valores devem resultar das contas de registo abertas junto de intermediários financeiros (art. 56.º/1 e 2).

Este novo sistema de registo de valores mobiliários escriturais não deve ser confundido com o sistema de registo aplicável às acções tituladas, constante do DL 408/82 e do CSC. Este sistema, que acaba por assegurar uma circulação registral dos títulos, pressupõe que os registos sejam lavrados junto da entidade emitente. Ao invés, aquele registo pressupõe um sistema integrado de contas de registo abertas pelos titulares junto de intermediários financeiros e de contas globais dos intermediários, abertas junto da Central.

⁽³⁷⁾ *Supra* 4.1.5.

Por isso, este sistema se designa por sistema de registo e controlo de valores mobiliários escriturais.

Os valores mobiliários escriturais já emitidos à data da entrada em vigor do CMVM vieram a ser integradas no sistema de registo e controlo instituído por este diploma (cfr. art. 19.º do Dec.-Lei n.º 142-A/91).

Que regras se prevêem acerca da transmissão destes valores mobiliários no CMVM?

Conforme afirmámos quanto às acções tituladas, seguramente que não encontraremos regras relativas à transmissão fora de mercado a propósito da negociação em mercado.

Pelo que o regime jurídico da transmissão poderá constar ou das disposições gerais que regem os valores mobiliários ou das disposições que regulam os valores mobiliários escriturais.

A primeira disposição de que podem decorrer consequências quanto ao regime da transmissão é o art. 52.º/2. Prevê esta norma que os valores mobiliários escriturais seguirão, com as alterações resultantes do CMVM, o regime dos títulos nominativos ou ao portador. Assim, e se nenhuma modificação decorrer do regime do CMVM, a transmissão dos valores mobiliários escriturais seguirá o regime de transmissão dos títulos de crédito nominativos ou ao portador.

Uma modificação resultará necessariamente da forma de representação destes valores: porque eles não têm representação documental, todas as regras de circulação que pressuponham inscrições no próprio título ou a respectiva tradição se devem ter por inaplicáveis.

Nas regras que regem os valores mobiliários escriturais encontramos o art. 65.º/1, que prevê que, em caso de transmissão, se proceda à transferência de valores através do lançamento a débito na conta de registo do transmitente e do lançamento a crédito na conta de registo do adquirente.

Também o art. 65.º/1 foi já por nós analisado⁽³⁸⁾. Este preceito não regula, quanto a nós, o momento ou a causa da transmissão. A causa da transmissão é o negócio subjacente e prévio aos

⁽³⁸⁾ *Compra, Venda e Troca* cit..

lançamentos que, para o âmbito da nossa análise, se realizou fora de mercado secundário. Os efeitos substantivos da transmissão produzem-se por mero efeito do negócio.

Mas sabemos já que os valores escriturais têm existência meramente registal. E que a inscrição da transmissão no registo é condição da oponibilidade da operação ao sistema (art. 64.º/1 CMVM).

Pelo que, tal como nas operações realizadas sobre valores mobiliários titulados, se as transmissões sobre valores mobiliários escriturais não forem levadas ao registo, tudo se passa como se a operação não tivesse tido lugar. Existirá uma discrepância entre a realidade formal (registral) e a realidade substantiva. Mas o sistema faz prevalecer a realidade formal, salvo no caso marginal previsto no art. 64.º/6 CMVM.

E em que momento se produzem os efeitos da transmissão ocorrida fora de mercado secundário sobre o sistema?

A resposta a esta interrogação decorre do art. 65.º/3, exclusivamente aplicável às transmissões que tenham lugar fora de mercado secundário.

De acordo com esta norma, a transmissão de valores mobiliários escriturais depende apenas da apresentação da declaração de venda assinada pelo respectivo titular ou seu representante ou de ordem escrita deles emanada determinando ao intermediário financeiro detentor da conta do vendedor a transferência dos valores para a conta do adquirente. O que significa que o momento de contacto da operação realizada fora de mercado com o sistema é o momento em que é requerida a movimentação entre contas de registo⁽³⁹⁾. A partir deste momento a operação seria oponível ao sistema.

Mais uma vez existe um hiato de tempo entre a realização da operação e a sua oponibilidade ao sistema. E neste hiato, a realidade substantiva diverge da realidade registal.

Mas a conclusão a que chegámos (a operação produz efeitos no momento do seu primeiro contacto com o sistema) choca com

⁽³⁹⁾ Neste sentido, Amadeu Ferreira, *Valores mobiliários escriturais. Um novo modo de representação e circulação de direitos*, Almedina, 1997, pág. 263.

o disposto no art. 64.º/5. De acordo com este preceito, os titulares de valores mobiliários só os poderão transmitir desde que esses valores se encontrem inscritos em conta aberta a seu favor nos termos do art. 56.º.

Ora, uma coisa é a comunicação dirigida ao intermediário financeiro para que proceda aos movimentos entre contas, outra a operação de lançamento em conta, e outra ainda, a operação de registo. Pelo que a operação realizada fora de mercado secundário entra em contacto com o sistema no momento em que é requerida a movimentação entre contas, mas a titularidade do adquirente, decorrente da operação, só se tem por definitiva no momento em que se procede ao registo da aquisição em conta aberta a seu favor nos termos do art. 56.º.

O regime leva o formalismo a pontos extremos. Decalcou-se o regime do registo dos valores mobiliários escriturais sobre o regime do registo das coisas imóveis ou móveis sujeitos a registo. Mas não se teve em consideração a diferença abissal que existe entre os dois sistemas. Com efeito, o registo das coisas assenta sobre a coisa em si, é um registo de base real (40). A inscrição do facto transmissivo justifica, porque feito num registo que assenta sobre a coisa, em simultâneo, a perda de titularidade pelo transmitente e a aquisição de titularidade pelo transmissário.

Ao invés, o sistema de registo do CMVM assenta sobre o titular dos valores. O que significa que a propósito da transmissão haverá que lavrar dois registos: o registo na conta do transmitente e o registo na conta do transmissário. Porque as contas podem estar sedeadas em intermediários financeiros distintos, mediará um lapso de tempo entre a realização do registo na conta do alienante e a execução do registo na conta do adquirente. Perda e aquisição de legitimidade sobre os mesmos valores não ocorrem em simultâneo. Se houver que exercer direitos no espaço de tempo que medeia entre a realização dos dois registos, ninguém os poderá exercer.

Esta consequência anómala poderia ter tido facilmente evitada. Bastaria que se permitisse a justificação da legitimidade do

(40) Oliveira Ascensão, *Valor Mobiliário* cit., pág. 39.

transmissário através do registo efectuado na conta do transmissante. Com efeito, este registo contém todos os elementos necessários àquela justificação, uma vez que a inscrição do facto se funda em documento, dos quais constam os elementos essenciais da transmissão (entre eles, a identificação do transmissário).

Quanto à possibilidade de fazer retroagir os efeitos da operação a momento prévio ao da respectiva realização, remetemos para o que se disse quanto ao registo provisório em sede de acções tituladas.

5. O regime aplicável à transmissão *mortis causa* de valores mobiliários

A transmissão por morte de valores mobiliários, mesmo que admitidos à negociação em mercado de bolsa ou em mercado especial, ocorre necessariamente fora de mercado secundário.

Há que perguntar se existe algum regime particular relativo a este tipo de transmissão.

No CSC prevê-se o regime da transmissão de acções tituladas por morte no art. 339.º. Esquemáticamente, o processo é o seguinte:

- *não sendo possível determinar imediatamente os novos titulares das acções*, deve o cabeça-de-casal promover o registo (no caso de acções nominativas ou ao portador sujeitas a registo) na sociedade emitente a favor dos herdeiros ou legatários; se se tratar de acções ao portador sujeitas a depósito, deve proceder à respectiva transferência para conta aberta em nome dos herdeiros ou legatários. Quando os novos titulares estiverem determinados, deverão proceder ou ao registo em seu nome ou à transferência das acções depositadas para conta aberta em seu nome.
- *sendo possível determinar imediatamente os novos titulares*, deverão estes proceder ao registo imediato em seu nome ou à transferência dos títulos para conta aberta em seu nome.

O CMVM manda aplicar o regime do art. 339.º a todos os valores mobiliários depositados (cfr. art. 89.º/3).

Ficam fora do contacto com o sistema as transmissões *mortis causa* de valores mobiliários titulados sujeitos a registo. Mas já vimos que o CMVM não se preocupa com o regime jurídico destes valores, pois que toda o sistema de controlo assenta apenas em valores depositados, não sendo os valores registados fungíveis com aqueles.

Como vimos também, o CSC não previa as acções escriturais. Todo o regime dos valores mobiliários escriturais se encontra hoje no CMVM.

Haverá regras particulares aplicáveis às transmissões *mortis causa* de valores escriturais?

Não encontramos nenhum regime específico aplicável a estas transmissões. Mas porque o registo é universal, espelhando toda a vida dos valores, funcionando como condição de legitimação dos novos titulares, é indispensável que as transmissões *mortis causa* sejam reflectidas nas contas de registo.

Pensamos que haverá que aplicar o regime contido no art. 339.º do CSC, com as devidas adaptações. Verificado o óbito, o cabeça-de-casal deverá levar este facto à conta de registo aberta em nome do *de cuius*. Os valores ficarão em situação de indivisão até à determinação dos novos titulares. Uma vez realizada esta determinação, deverão os valores ser transferidos para contas de registo abertas em nome destes.