

O ACTUAL CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO

Pelo Prof. Doutor José de Oliveira Ascensão

SUMÁRIO:

1. A sucessão de códigos; 2. A teoria geral do valor mobiliário; 3. Direito representado, direito representativo e forma de representação; 4. Diferenças fundamentais entre as noções dos dois códigos; 5. Valores mobiliários de natureza monetária; 6. Os instrumentos financeiros; 7. Derivados e valores mobiliários; 8. Os valores mobiliários como “documentos”; 9. Representação de situações jurídicas; 10. As situações *homogéneas*; 11. Negociabilidade; 12. Assegurar os interesses de potenciais adquirentes?; 13. Problemática da tipicidade; 14. Caracterização da intervenção administrativa: carácter normativo; 15. Carácter discricionário; 16. Tipicidade legal e tipicidade administrativa; 17. Haverá um conceito legal de valor mobiliário?

1. A sucessão de códigos

Propomo-nos versar um tema de alto risco: conceituar o objecto central neste domínio, o *valor mobiliário*, logo depois de publicado um novo código que se propõe rever profundamente esta matéria. Vamos tentar, nesta conjuntura desfavorável, dar uma primeira impressão, provinda exclusivamente dos textos que nos foram dados a conhecer — porque não houve discussão pública de qualquer projecto, lamentavelmente, nem temos conhecimento privado das razões que fundamentaram as opções legislativas. Mas é próprio do ensino universitário correr riscos, não se limitando a consagrar orientações estabilizadas.

A formulação do conceito de valor mobiliário é uma das grandes questões herdadas da legislação antecedente. O Código do Mercado de Valores Mobiliários (CodMVM) dá uma definição de “valores mobiliários” no art. 3.º/1 a; mas nessa definição engloba o serem “*legalmente susceptíveis de negociação num mercado organizado*”. Criou-se a dúvida: a definição seria substancial ou formal? Gerava-se um círculo vicioso: valor mobiliário é o que é susceptível de negociação em mercado organizado, e susceptível de negociação é o valor mobiliário. A questão nunca foi resolvida, vivendo-se numa indesejável indefinição.

O conceito de valor mobiliário é necessariamente a chave de todo o sistema arquitectado neste domínio. Também o é para o Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Dec.-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro: de tal modo que lhe dedica logo o art. 1.º. Mas adopta uma filosofia diversa da do código anterior.

Essa filosofia transparece da própria designação: Código dos Valores Mobiliários, e não Código do Mercado de Valores Mobiliários. Pretende-se regular o valor mobiliário em si e não apenas o mercado desses valores ou esses valores enquanto objecto dum mercado.

Dir-se-ia assim que o CVM pretende disciplinar todo o domínio dos valores mobiliários, mesmo quando insusceptíveis de negociação em mercado organizado. Veremos depois as dúvidas que subsistem quanto a ter efectivamente logrado este objectivo.

A diversidade do modo de abordagem dos temas, no CodMVM e no CVM, manifesta-se também na maneira de apresentar o conceito de valor mobiliário. O CodMVM dá uma definição — integrada aliás na longa lista de definições que, ao arrepio de toda a tradição portuguesa, enchem o art. 3.º. O CVM faz uma enumeração exemplificativa, no art. 1.º/1, de tipos de valores mobiliários; mas permite no n.º 2 extensões a outras figuras, por intervenção de entidades administrativas. Exige-se uma análise aprofundada, porque é essencialmente da conjugação destes dois números que poderá resultar o conceito de valor mobiliário.

2. A teoria geral do valor mobiliário

O CVM é realmente hoje a fonte da disciplina dos valores mobiliários, independentemente da negociabilidade em mercado organizado?

Há que fazer desde logo uma distinção básica:

- o CVM propõe-se fazer o que poderemos chamar uma teoria geral do valor mobiliário
- mas não se propõe disciplinar os tipos particulares de valores mobiliários. Esses são fundamentalmente remetidos para legislação especial.

Por isso se avança mais no plano *substantivo*, com o *objectivo de criar uma teoria geral dos valores mobiliários*. Em contrapartida, não se pretende disciplinar os vários tipos de valores imobiliários, individualmente tomados. Todavia, no que representa uma certa incoerência, definem-se nos arts. 253.º a 256.º operações a prazo que actualmente é possível realizar: futuros, opções, reporte e empréstimo.

Para traçar uma teoria geral, o CVM absorve matérias que estavam contidas em diplomas especiais, generalizando-as. Por exemplo, no que respeita ao Código das Sociedades Comerciais (CSC), o CVM absorve a noção de *categoria*, que constava do art. 302.º/2 CSC, para as acções: “as acções que compreendem direitos iguais formam uma categoria”. O art. 45.º CVM generaliza: os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões e séries diferentes ⁽¹⁾.

Seria porém ousado pretender que o CVM logrou atingir o objectivo de conter a teoria geral dos valores mobiliários. Em muitos domínios essa disciplina é apenas incipiente. Haverá que recorrer a muitas outras fontes para poder traçar a disciplina fundamental do valor mobiliário.

(1) Como curiosidade, anote-se que o art. 44.º/1 b CVM, ao estabelecer as menções do registo de emissão, refere “o valor nominal ou percentual”. Antecipa assim uma eventual supressão do valor nominal.

No que respeita às acções, vai-se mais longe. O Dec.-Lei n.º 486/99, que aprovou o Código dos Valores Mobiliários, revoga várias disposições do CSC, no art. 15.º/1 d. Também o art. 13.º altera a redacção de vários preceitos deste código.

Particularmente importante é o que respeita à *transmissão de acções nominativas e ao portador*. Os arts. 326.º e 327.º CSC são revogados. A matéria da transmissão dos valores mobiliários titulados passa a constar, genericamente, dos arts. 101.º (títulos ao portador) e 102.º (títulos nominativos) CVM. Antes, fora disciplinada a transmissão dos valores mobiliários escriturais (art. 80.º). Para além disso, o CVM regula vários aspectos das *sociedades abertas*, diversificando do regime estabelecido para as sociedades comerciais em geral: seja o caso das deliberações sociais, reguladas nos arts. 22.º e seguintes.

Já dissemos que há ainda outras oscilações na directriz de não tratar dos tipos singulares. Nos arts. 252.º e seguintes se faz a enumeração e disciplina básica de operações a prazo.

3. Direito representado, direito representativo e forma de representação

Os valores mobiliários são direitos ou são representações de direitos?

A própria pergunta fica esclarecida se recordarmos a génese dos títulos de crédito.

O direito é realidade estritamente espiritual. Resulta de juízos e não da descrição de estados de facto. Por isso, a conclusão sobre a existência ou não de um direito é tarefa intelectual sempre susceptível de gerar dúvidas: não há a prova, própria das ciências exactas.

O *título de crédito* procura obviar de certo modo a esta abstracção. Através da incorporação, cria uma manifestação exterior do direito. O direito aparece como que ligado a uma coisa — o que só pode ser mera imagem, visto que uma verdadeira ligação é impossível, por terem diferente natureza. Mas consegue-se um grau maior de concretização. Quem tiver a coisa — o título — é tomado como sendo o titular. Pelo menos para se conseguir o efeito

mínimo característico, que é dar *efeito liberatório* à prestação de quem, de boa fé, satisfaça quem apresentou o título. Pagou bem, ainda que esse possuidor não seja, na ordem substantiva, o titular do direito.

Com isto se conseguem grandes vantagens no domínio da *circulação*. O título circula, independentemente de se adoptarem as formas que seriam necessárias para a circulação dos direitos; e fica imune, quer a vícios que atingissem o direito na titularidade precedente, quer a vícios que atinjam o próprio acto de transmissão. Por isso se designam os títulos de créditos “títulos de circulação”.

O movimento de “desmaterialização” dos títulos de crédito levou ao aparecimento de outro modo de representação de direitos: a representação meramente informática. Surgem os *valores escriturais*. Por isso se tornou necessário formular uma categoria que abrangesse as duas figuras. Utiliza-se a expressão *valor mobiliário*. É meramente convencional: poderia ter-se escolhido outra.

O valor mobiliário permite *formas de negociação céleres em mercado organizado*. Mas há uma divergência, quanto ao que representa verdadeiramente a essência do valor mobiliário, e portanto quanto ao que se negocia verdadeiramente, nos mercados organizados ou fora deles.

O valor mobiliário é em qualquer caso uma *representação de direitos*: o direito ganha uma representação, no sentido de uma forma exteriorizável que o torna relativamente concreto (ou menos abstracto).

Mas a representação do direito não se destina a eliminar o direito preexistente. Não há uma espécie de novação, segundo a qual o direito representado se extinguisse para surgir em seu lugar um direito representativo, digamos assim. O direito representado mantém-se, no plano subjacente; no plano representativo, surge um direito talhado à sua medida, revestido das formas de representação estabelecidas.

O que se negocia em mercado organizado é, ao que parece, *o direito representativo, e não o direito representado*.

Mas mesmo aceitando esta colocação, ainda as opiniões se dividem. O que se negocia no mercado organizado são:

- os direitos representados ou
- a representação dos direitos?

Amadeu José Ferreira diz que o que se negocia são antes de mais valores, isto é, formas de representação ⁽²⁾. O que implica, segundo parece, a prevalência dada à forma sobre o direito representado.

Em sentido contrário se pronunciou Osório de Castro, pugnando pela prevalência da substância sobre a forma ⁽³⁾.

O CVM parece preferir a primeira orientação. O art. 1.º/2 admite que sejam reconhecidos como valores mobiliários “outros documentos representativos...”. A referência a *documento* significa que se atende à forma de representação, mais que ao direito representado.

Todavia, determinar a essência do valor mobiliário não é competência legal. Fica o campo aberto aos intérpretes para, não obstante a tomada de posição da lei, preferirem outro entendimento. E pensamos efectivamente que objecto das vicissitudes que o CVM regula só podem ser situações jurídicas, e não a forma de representação destas.

A coexistência do direito representado e do direito representativo suscita em qualquer caso problemas graves. Porque as vicissitudes do direito representado podem não coincidir com as do direito representativo.

De facto, o direito representado, como direito, continua sujeito às formas comuns de circulação.

Mas o direito representativo, por natureza, destina-se a uma circulação fácil. As vicissitudes a que está sujeito fluem mais desinibidamente que as dos direitos comuns. Por outro lado, as vicissitudes comuns não se repercutem automaticamente sobre as representativas, pois estas pressupõem formas especiais para se verificarem.

E com isto, pode chegar-se a situações de discrepância entre a titularidade comum e a representativa.

Retomaremos o tema mais tarde. Mas exemplificamos já com o disposto no art. 80.º CVM. Começa-se por determinar que os valores mobiliários escriturais se transmitem pelo registo na conta do adquirente (n.º 1): exige-se pois a forma representativa. Mas no

⁽²⁾ *Valores Mobiliários Escriturais*, Almedina, 1997, 111.

⁽³⁾ *Valores Mobiliários — Conceito e Espécies*, Univ. Cat. Portuguesa (Porto), 1996, n.º 1, pág. 8.

n.º 2 prevê-se que a compra em mercado regulamentado de valores mobiliários escriturais confere ao comprador, independentemente do registo e a partir da realização da operação, legitimidade para a sua venda nesse mercado. Quer dizer, vai-se afinal admitir a circulação do direito, na sua realidade substantiva, quando a circulação representativa não está assegurada. É contraditório com o sistema instituído e, como facilmente se adivinha, fonte provável de discrepâncias entre as duas linhas de justificação ⁽⁴⁾.

4. Diferenças fundamentais entre as noções dos dois códigos

Passando à busca da noção central de valor mobiliário, comecemos por inventariar as diferenças fundamentais que se encontram, entre o código antigo e o código novo.

1) *Deixa de haver uma definição de valor mobiliário*

O CVM rompe com a prática, que logo no início criticámos, de estabelecer previamente a lista das definições. Mas também não dá, em lugar nenhum, uma definição de valor mobiliário. Temos pois de verificar se traz alguma noção indirecta de valor mobiliário, ou se o conceito terá de resultar difusamente de toda a disciplina estabelecida.

2) *Enumeração*

Ambos os códigos contêm uma enumeração exemplificativa de valores mobiliários.

⁽⁴⁾ É possível que esta dualidade, direito representado/direito representativo, tenha tido uma manifestação flagrante nos nossos dias no litígio que opôs António Champalimaud e o Banco Santander Central Hispano ao Ministro das Finanças. Tudo teria sido desencadeado por uma transmissão de acções duma seguradora sem prévia comunicação ao Ministro das Finanças. Mas, na realidade, a transmissão ter-se-ia verificado, ou não? Estava em causa o plano representativo, e não o subjacente. As acções eram nominativas. Não foram praticados os actos que, nos termos do art. 326.º CSC, condicionam o registo e a transmissão das acções nominativas. Este pormenor, em que se não reparou, implica que o dissídio tenha assentado numa base falsa. A transmissão no plano subjacente não foi acompanhada da transmissão relevante no plano representativo. Não houve, logo por isso, falta de comunicação prévia.

O CodMVM referia as acções, obrigações e títulos de participação (art. 3.º/1 a).

O CVM acrescenta (art. 1.º/1):

- as unidades de participação em instituições de investimento colectivo
- os direitos à subscrição, à aquisição ou à alienação de valores mobiliários, emitidos de modo autónomo
- os direitos destacados de valores mobiliários, desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no acto da emissão.

Podemos dizer que em ambos os casos se prevê especificamente o que estava já anteriormente assente como sendo valor mobiliário.

3) *Expansibilidade*

Como dissemos, as enumerações não são taxativas. O art. 1.º/1 CVM acrescenta expressamente: “além de outros que a lei como tal qualifique”.

Daqui resultaria aparentemente uma tipicidade legal: só à lei caberia criar valores mobiliários.

Mas esta previsão necessita de ser completada com a do n.º 2, que prevê outras formas de admissão de valores mobiliários. É então fundamental verificar se há ou não uma tipicidade, para poder delinear o conceito. É exame a que procederemos após a análise dos elementos facultados por este n.º.2.

5. Valores mobiliários de natureza monetária

A “natureza monetária” de um valor não exclui a qualificação como valor mobiliário, à luz do CVM. O art. 1.º/2 parifica aos restantes valores mobiliários os de natureza monetária, que poderiam ser “reconhecidos” também por aviso do Banco de Portugal.

O art. 2.º/2 a) do CodMVM excluía do disposto no código os valores mobiliários de natureza monetária, salvo quando a legislação que lhes respeite determinasse o contrário. Embora lhes cha-

masse valores mobiliários, tornava-se dispensável recorrer a eles para demarcar o âmbito de aplicação do código.

É certo que o art. 3.º *equiparava* várias figuras a valores mobiliários, entre as quais os instrumentos financeiros. A expressão, por ambígua, poderia abranger os valores de natureza monetária. Mas o art. 3.º/2 b) só especificava os futuros e opções, portanto o respeitante ao domínio dos chamados derivados. Era assim difícil considerá-los incluídos naquela previsão, pois a equiparação não seria consentânea com a exclusão tendencial operada pelo art. 2.º/2 a).

A situação é diferente perante o CVM. Este, por influência da DSI, Directriz sobre serviços de investimento em valores mobiliários, adopta conceitos de grande amplitude, que tendencialmente abrangem tudo numa noção amplíssima de *instrumento financeiro*. Também o conceito de valor mobiliário é delineado de modo muito vasto, englobando também valores de natureza monetária. Estes são colocados sob a supervisão do Banco de Portugal.

Mas logo a seguir surge um princípio que é, estranhamente, formulado por via negativa. O Código não é aplicável aos valores mobiliários de natureza monetária, diz-se. Aparentemente estariam excluídos. Mas continua-se: “na medida em que tal seja incompatível com as suas características ou com o seu regime jurídico”.

O princípio, afinal, é o da abrangência. Mas as exclusões, particularmente no que respeita à determinação das “características”, criam grandes dificuldades ao intérprete. Há que verificar que bases temos para firmar a natureza destes valores.

O que são valores mobiliários de natureza monetária?

É uma categoria praticamente impossível de definir. São valores caracterizados por uma *grande liquidez*, mas com que fronteiras?

O art. 2.º/3 acrescenta um ponto: presume-se que têm natureza monetária as obrigações emitidas por prazo igual ou inferior a um ano. Mas presume-se só. Não se exclui que valores de natureza monetária sejam emitidos por prazo superior, nem que valores emitidos por prazo igual ou inferior a um ano não sejam monetários.

O art. 111.º c) traz outro elemento de interesse: *excluem-se do âmbito do título disciplinador das ofertas públicas as de subscrição de valores mobiliários representativos de títulos de dívida emitidos*

por prazo igual ou inferior a um ano, de obrigações de caixa e de obrigações hipotecárias. De novo se qualificam como valores mobiliários valores que, pelo menos, se presume que têm natureza monetária; mas não se qualificam declaradamente como tal. Por exemplo, em relação às obrigações hipotecárias, escasseiam elementos para determinar se são excluídas do regime das ofertas públicas por se entender que teriam natureza monetária, ou por outra razão. Uma vez que da exclusão da oferta pública não resulta por si que tenham ou não natureza monetária.

É certo pois que o *conceito* de valor mobiliário do CVM abrange os que forem de natureza monetária; mas criam-se grandes dificuldades na determinação do *regime* concreto a que ficam submetidos. Por outro lado, a qualificação como de natureza monetária dá a ponte para os submeter à supervisão do Banco de Portugal; e talvez seja este aspecto prático que esteja na gênese do conceito.

A situação, já de si muito complexa, torna-se contraditória com a publicação do Dec.-Lei n.º 26/00, de 3 de Março, que altera o Dec.-Lei n.º 181/92, de 22 de Agosto, que regulou o chamado *papel comercial*.

O art. 11.º desse diploma submete-os à disciplina do Banco de Portugal.

O art. 12.º/1 generaliza a disciplina a quaisquer títulos de crédito de prazo inferior a 1 ano, salvo se previstos em legislação especial.

O n.º 2 exclui a aplicabilidade a esses títulos do CVM, “em conformidade com o disposto no n.º 2 do artigo 2.º do Código dos Valores Mobiliários”. Mas o art. 2.º/2 não diz isso: só exclui na medida em que a regulação for incompatível com os valores de natureza monetária. Há um artifício no diploma.

O art. 13.º/1 exclui a aplicabilidade do CVM aos valores mobiliários que representem direitos de crédito sobre as entidades emitentes com prazo fixo igual ou superior a um ano e inferior a dois anos, que sejam oferecidos a subscrição particular; o n.º 2 qualifica-os como de natureza monetária. Pelo contrário, o art. 14.º/1 submete-os ao CVM sempre que sejam oferecidos à subscrição pública.

Parece que se abre uma fractura muito mais profunda que a resultante do CVM. Os valores monetários são excluídos, por um critério que parece resultar fundamentalmente do prazo (igual ou inferior a um ano; mas podem ter até prazo superior, se forem oferecidos a subscrição particular. A aplicabilidade, mesmo residual, do CVM, fica pelo menos drasticamente reduzida.

Não se vê também facilmente *o que resta do CVM que possa ainda ser aplicado a semelhantes valores*, atendendo à índole das matérias, para além do art. 14.º/1.

Poderá possivelmente ser algo sobre a forma? Ou sobre os modos de transmissão? O art. 4.º/1 do Dec.-Lei n.º 26/00 impõe que sejam nominativos, não podendo os valores titulados transmitir-se por endosso em branco (5).

6. Os instrumentos financeiros

O conceito de instrumento financeiro é afinal fonte de novas dificuldades (6).

Atendendo ao art. 2.º/4 e 5, “instrumento financeiro” seria o conceito de cúpula. Abrangeria os derivados (n.º 4), mas mais: qualquer referência a valores mobiliários deveria ser entendida de modo a abranger outros “instrumentos financeiros”.

Quais? Todos? Os derivados apenas? E os valores mobiliários são necessariamente instrumentos financeiros, todos eles?

Haverá um conceito de *instrumento financeiro* que nos ajude nesta pesquisa? É de duvidar, dada a vastidão daquele. O art. 1.º/2 coloca como característica dos valores mobiliários visarem, directa ou indirectamente, o *financiamento* de entidades públicas ou privadas. A ser assim, os valores mobiliários seriam considerados ins-

(5) Posteriormente, o Dec.-Lei n.º 181/00, de 10 de Agosto, alterou de novo o regime das obrigações de caixa. Estas, que são valores mobiliários que incorporam a obrigação de a entidade emitente pagar ao seu titular uma certa importância “em prazo não inferior a dois anos”, podem ser reguladas por aviso do Banco de Portugal (art. 3.º/2). Só num ponto se remete para o CVM — no art. 10.º, no que respeita à admissão das obrigações de caixa à negociação em mercado regulamentado.

(6) Também o CodMVM referia os instrumentos financeiros: cfr. sobre esta matéria Amadeu José Ferreira, *Direito dos Valores Mobiliários cit.*, n.º 75.

trumentos financeiros, mas há seguramente instrumentos financeiros que não são valores mobiliários: o art. 2.º/4 afirma-o expressamente.

A ligação entre valor mobiliário e *financiamento* é inovadora na noção do CVM. Apresenta-se como uma finalidade geral, que seria o contraponto da extensibilidade administrativa que passou a ser admitida. Seria pois um elemento funcional, que enquadraria a busca de recursos junto do público. Também o “directa ou indirectamente”, que qualifica o financiamento, é novo.

É porém muito duvidoso que isto valha para uma caracterização. Nomeadamente em certas formas de derivados em que se encontra a pura especulação, sem haver ligação ao financiamento de empresas, como veremos. A noção de financiamento nem conseguirá abranger os derivados nem permite explicar em que medida os instrumentos financeiros são sujeitos à disciplina dos valores mobiliários.

A noção de financiamento tem sido considerada insuficiente para os fins pretendidos. Amadeu José Ferreira prefere a noção de *mobilização de riqueza*, que abrangeria todas estas situações (?). É porém um conceito ainda muito vago; e não seria susceptível de aplicação aos derivados, pois não se poderia dizer, pelo menos na generalidade dos casos, que mobilizem algo preexistente.

7. Derivados e valores mobiliários

A posição do CVM é neste domínio muito difícil de entender. No Preâmbulo do decreto-lei de aprovação (n.º 7) afirma-se que o Código se aplica também aos instrumentos financeiros, em particular aos instrumentos financeiros derivados. “Daí que a expressão “valor mobiliário” utilizada ao longo do Código signifique também “instrumento financeiro”, salvo nos títulos que são expressamente excluídos pelo n.º 4 do artigo 2.º”.

Mas afinal, não é isso que consta do art. 4.º/2 CVM. Não se exclui título nenhum. Pelo contrário, indicam-se expressamente os títulos que se aplicam aos derivados e ainda se condiciona a apli-

(?) Cfr. *Direito dos Valores Mobiliários* cit., n.º 1.

cabilidade a o regime ser compatível com a natureza daqueles instrumentos.

Há assim uma discrepância entre o Preâmbulo e o texto, e não é só de técnica. O texto não é compatível com aquela identificação. A afirmação de que o valor mobiliário significa também instrumento financeiro defronta no texto uma posição muito mais restritiva que a que fora prometida.

Quais são os títulos do CVM que se aplicam a estas figuras? São (art. 2.º/4) os seguintes:

- I — Disposições gerais
- IV — Mercados
- V — Sistemas de liquidação
- VI — Intermediação.

Isto quer dizer que se não aplica tudo o que define propriamente os valores mobiliários, nomeadamente os títulos do CVM sobre a caracterização, regras de emissão e de transmissão, bem como a disciplina das ofertas públicas.

Perante isto, há que concluir que, mesmo que nos limitemos aos derivados que podem ser negociados em bolsa, não os podemos considerar valores mobiliários sem retirar a esta noção toda a substância.

Na verdade, os derivados são basicamente *contratos*, embora padronizados; não representam direitos preexistentes. Por isso não têm emissão (8). Para serem considerados valores mobiliários teria de ser dada destes uma noção rigorosamente formal, que não teria interesse nenhum: por exemplo, valor mobiliário como tudo o que fosse objecto possível de negociação em bolsa.

Non sequer se poderia dizer que os derivados *teriam ainda por objecto valores mobiliários*. O art. 258.º/1 CVM, a propósito do objecto dos futuros e opções, diz-nos que estes podem ter como activo subjacente valores mobiliários, mas também outras realidades, como taxas de juro ou índices sobre vários valores (9). Mas

(8) Assim Amadeu José Ferreira, *Os futuros e as opções*, em "Direito dos Valores Mobiliários" (obra colectiva), LEX, 1997, 176-177.

(9) Cfr. Amadeu José Ferreira, *Futuros cit.*, 135; Miguel Cunha, *Os futuros da bolsa: características contratuais e de mercado*, em "Direito dos Valores Mobiliários" I, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, 1999, 63 e segs., a propósito da venda a prazo.

mesmo quando o activo subjacente é um valor mobiliário, tal não transforma a própria operação num valor mobiliário.

Em conclusão, é difícil integrar os instrumentos financeiros derivados na categoria dos valores mobiliários, não obstante a abertura deixada pelo art. 2.º/4 CVM. Na sua fisionomia típica são contratos; e só se podem dizer *negociados* em bolsa no sentido de aí *concluídos*, não como eles próprios objecto de transacção ⁽¹⁰⁾. O CVM só precede a uma equiparação nalguns preceitos, dada a analogia que se encontra com as transacções em mercado secundário, mas não admite uma equiparação geral.

O derivado não é pois, substantivamente, um valor mobiliário. Não é um direito representado, que atribui uma especial legitimação ao seu titular. E não é um instrumento para a circulação, pela razão decisiva de que não há circulação de derivados.

Fica assim posto de lado para estes tudo o que respeita à caracterização dos valores mobiliários, à distinção entre valores titulados e escriturais e às ofertas públicas. O que resta como potencialmente aplicável é a realidade geral da negociação em bolsa, algo de penal eventualmente (ou mais em geral, de sancionatório) e um ou outro princípio geral que não repugne à natureza destes.

Acresce que o art. 2.º/5 é completamente inútil. Dispõe que, para os efeitos do n.º 4 (que declara a potencial aplicabilidade dos títulos I e IV a VIII), as referências a valores mobiliários devem ser entendidas de modo a abranger outros instrumentos financeiros.

É um jogo nominalístico vazio.

Se no n.º 4 se diz que se aplicam aos derivados certos títulos do código, já abrangeu todo o conteúdo útil destes — até as regras excepcionais deles constantes.

Não há que transformar “valor mobiliário” em “instrumento financeiro, mesmo que não seja valor mobiliário”. A manipulação de conceitos é de todo inútil, porque o n.º 4 já dissera que a estes últimos se aplicava toda a regra, mesmo que na sua formulação estivesse restrita aos valores mobiliários. Mas só se aplica aos instrumentos financeiros que não forem valores mobiliários se o regime estabelecido não for incompatível com a natureza destes.

Teoricamente, o derivado manteria ainda uma ligação ao financiamento da empresa, pela cobertura de riscos.

⁽¹⁰⁾ Cfr. Osório de Castro, *Valores Mobiliários* cit., 50-51.

Mas não haveria mais que essa vã aproximação funcional, além de serem negociados em bolsa, no sentido muito particular que vimos que tem essa negociação.

Não se vê que as ideias de financiamento ou de negociação possam servir de base de aproximação, quando nestes valores tudo se reduz a uma liquidação financeira.

Qual porém a posição que o CVM adopta sobre este tema?

Do art. 2.º/4 resulta que haveria instrumentos financeiros derivados que seriam valores mobiliários, e outros que o não seriam.

A propósito das operações a prazo, o CVM regula várias figuras, como os futuros e as opções. Mas não regula outras.

Quer dizer que essas seriam valores mobiliários, e as outras não seriam? Não parece: os futuros e as opções são arredados do âmago dos valores mobiliários pelas considerações anteriores.

A questão transfere-se então para a análise dos instrumentos financeiros derivados. Há que examinar um por um para verificar se, não obstante, é possível qualificá-los ainda como valores mobiliários. Assim, os *warrants* autónomos podem ser objecto de debate.

Trata-se porém de uma análise específica de tipos, a que não é possível proceder nesta oportunidade.

Em conclusão: os derivados estão excluídos do domínio dos valores mobiliários. Fica apenas de ressalva a crítica da posição legal, de admissibilidade de derivados que, por si, conjuguem também as características de um valor mobiliário.

Uma consequência importante desta posição do CVM é a de os derivados não estarem abrangidos pela previsão do art. 1.º/2, ao menos nos casos normais em que não são considerados valores mobiliários. Não se prevê assim neste artigo que a CMVM ou o Banco de Portugal criem derivados. Porém, chega-se a efeito equivalente através do art. 252.º CVM: permite-se a realização em bolsa de algumas operações a prazo, mas ressalva-se: "além de outras que sejam previstas em regulamento da CMVM". Quer dizer, também aqui se estabeleceu, embora em local e sob referência a categoria diversos, uma tipicidade administrativa.

Ainda se pode concluir do afastamento do art. 1.º/2 que o Banco de Portugal está excluído desta possibilidade de criação de

derivados. E, na progressão, que para o CVM os derivados nunca representam valores mobiliários de natureza monetária.

8. Os valores mobiliários como “documentos”

Numa qualificação susceptível de causar surpresa, o art. 1.º/2 admite que sejam reconhecidos como valores mobiliários outros *documentos* representativos de situações jurídicas homogêneas... Como se podem restringir estes valores a documentos, quando há também valores mobiliários escriturais?

Há vários aspectos a examinar: a correcção da referência, a sua oportunidade e as suas implicações.

1) *Correcção*

No ponto de vista da técnica jurídica, a referência é correcta.

O art. 362.º do Código Civil define documento como qualquer objecto elaborado pelo homem com o fim de reproduzir ou representar.

A referência a “objecto” não facilita; mas o sentido é o de uma realidade objectiva, captável pelos sentidos, que permite o conhecimento de uma significação. É deste modo que o termo é usado quando se fala em fontes documentais do direito, por exemplo.

No valor mobiliário escritural há um documento⁽¹¹⁾. Ainda que desmaterializados, o registo ou registos constituem documentos: são representativos do valor mobiliário⁽¹²⁾.

2) *Oportunidade*

Já é duvidosa a oportunidade da referência.

Difícilmente o leitor comum se aperceberá do significado da referência: ficará confuso.

(11) Assim, expressamente, Amadeu José Ferreira, *Valores Mobiliários Escriturais* cit., 43.

(12) Neste sentido fala ainda o art. 46/1 CVM, que diz que os valores mobiliários são representados por registos em conta ou por “documento em papel”. Pressupõe assim que há outros documentos, que não são de papel.

Poderia ter sido evitado, falando-se simplesmente em outros modos de representação, em vez de outros documentos.

3) *Implicações*

O recurso à qualificação como documento tem uma implicação importante.

Traz implícita a resolução do dissídio anteriormente referido: o valor mobiliário é direito, ou é representação de um direito?

Qualificando como documento, a lei toma partido pela representação. Os valores mobiliários são a própria representação.

Supomos que faz mal; e o intérprete não é obrigado a segui-lo, porque não cabe à lei qualificar.

O direito é a realidade prevalente. Se tudo reconduzíssemos a documento, uma acção titulada não seria um direito social, seria um papel.

É claro que o papel em si é uma coisa, até no sentido jurídico: porque o objecto representativo da acção é uma coisa valiosa. Mas o direito social vai muito mais longe. Não está preso ao papel, ultrapassa as mudanças e até a própria perda do papel.

Por isso pode ser reformado. O que mostra que o direito subsiste para além da sua base de representação.

9. Representação de situações jurídicas

Estes documentos, nos termos do art. 1.º/2, são representativos de situações jurídicas.

O CodMVM não integrava na definição a referência a situações jurídicas. Dizia que os valores mobiliários atribuíam direitos idênticos, o que é uma consequência de serem representativos de situações jurídicas.

Mas a noção de situação jurídica é vastíssima, o que traz outra imprecisão.

Sobretudo, interessaria saber se os valores mobiliários incorporam ou não, necessariamente, direitos subjectivos.

Por que não se fala em documentos “representativos de direitos”? Possivelmente, porque se pensa que, se bem que o titular

tenha direitos, a incorporação não é apenas destes, mas de outras situações que podem ser passivas — as obrigações, por exemplo ⁽¹³⁾.

Parece que há assim que aceitar esta linguagem, porque se refere uma realidade que precede a referência aos direitos.

10. As situações *homogéneas*

As situações jurídicas representadas são necessariamente homogéneas.

O CodMVM, no seu art. 3.º/1 *a*), falava em “conjuntos homogéneos que confirmam aos seus titulares direitos idênticos”. Agora fala-se simplesmente em situações jurídicas homogéneas ⁽¹⁴⁾.

Isto é exigência dos valores mobiliários, como figuras de massa, que são incompatíveis com a diversidade individual das situações. Os valores mobiliários podem por isso ser fungíveis.

Também devemos invocar a noção de *categoria*. O Código das Sociedades Comerciais utilizava-a para as acções: o art. 302.º/2 declarava expressamente que as acções que compreendem direitos iguais formam uma categoria. Também surgia no art. 24.º/3 e noutros lugares.

O CVM generaliza a noção aos valores mobiliários, como dissemos. O art. 45.º declara agora que “os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo formam uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes”.

Encontram-se várias manifestações da noção por todo o CVM, a começar logo pelo art. 1.º/1 *f*): são valores mobiliários os direitos destacados de valores mobiliários, “desde que o destaque abranja toda a emissão ou série”.

Isto permite chegar ao princípio da *indiferença real* no que respeita à negociação em mercado organizado. Não interessa qual

⁽¹³⁾ Mas repare-se que no art. 1.º/1 se apresentam direitos como valores mobiliários.

⁽¹⁴⁾ Há uma simplificação louvável, porque a fórmula anterior era redundante: se as situações são homogéneas, dão aos titulares direitos idênticos.

o direito representado concreto que se adquire, mas apenas a sua integração em determinada categoria⁽¹⁵⁾.

Com isto o mercado pode funcionar assente em referências e quantidades, e não em espécies singulares.

11. Negociabilidade

O art. 1.º/2 CVM reclama que os documentos “sejam emitidos para distribuição junto do público”.

O art. 3.º/1 a) CodMVM exigia antes que fossem susceptíveis de negociação em mercado organizado. O CVM, talvez por pretender generalizar o conceito de VM, usa uma fórmula mais ampla.

Mas a generalização depara aqui muitas dificuldades.

Assim, as acções podem ser emitidas sem se destinarem a negociação junto do público. Se o CVM pretende dar uma noção exaustiva de VM, terá de abranger também estas.

Mais ainda: consideremos as acções de sociedades anónimas que contenham restrições à transmissibilidade, nos termos dos arts. 328.º e seguintes CSC. São valores mobiliários, e não se pode dizer que são emitidas para distribuição junto do público, porque não podem ser admitidas à negociação em mercado organizado.

Supomos porém que a explicação se encontra na relação dos n.ºs 1 e 2 do art. 1.º CVM.

Não podemos partir do princípio de que o n.º 2 contém a definição de valor mobiliário.

O n.º 2 contém a indicação dos limites em que se podem criar valores mobiliários pelas entidades de supervisão. Aí, podem ser criados quando apresentem a característica de serem emitidos para distribuição junto do público.

Mas, pelo n.º 1, as acções estão já qualificadas como valores mobiliários, sejam quais forem as suas características. O que quer dizer que mesmo aquelas que não se destinarem à distribuição

⁽¹⁵⁾ O art. 99.º/4 CVM, dispondo que “os títulos depositados em intermediário financeiro mantêm o número de ordem”, permite inferir *a contrario* que os depositados em sistema centralizado não o mantêm, o que reforça a fungibilidade.

junto do público são VM, e estão sujeitas ao regime geral do CVM, pelo menos na intenção do legislador.

A negociabilidade referida no art. 1.º/2 não é assim uma característica geral dos valores mobiliários.

12. Assegurar os interesses de potenciais adquirentes?

O art. 1.º/2 introduz um elemento novo, em relação à definição do CodMVM: os documentos que podem ser reconhecidos como valores mobiliários devem ser emitidos “em circunstâncias que assegurem os interesses de potenciais adquirentes”.

Será um elemento do conceito de valor mobiliário, a salvaguarda dos interesses de potenciais adquirentes?

Não é. O que fomos detectando pela análise dos vários termos permite-nos explicar este elemento.

Representa antes de mais uma recomendação às entidades administrativas que são chamadas a “reconhecer” estes valores mobiliários. Só devem fazê-lo quando os interesses dos potenciais adquirentes sejam salvaguardados.

Há porém que verificar se tudo se reduz a mera recomendação, que poderia ter sido feita doutro modo, ou se tem um efeito jurídico mais preciso.

Não se encontra na lei nenhuma sanção para o caso de estes interesses não terem sido acautelados. Mesmo assim, poderia dizer-se que se trata de regra jurídica imperfeita — traria uma verdadeira obrigação, embora não sancionada.

Creemos porém que há mais do que isso. O n.º 2 marca o enquadramento em que a CMVM e o Banco de Portugal são admitidos a actuar. Se o não fizerem dentro destes condicionalismos, procedem ilegalmente.

A intervenção destas entidades exprime-se por instrumentos genéricos — “regulamento” ou “aviso”. Entram na categoria técnica do *regulamento*, em qualquer caso.

Um regulamento que não assegurasse os interesses de potenciais adquirentes seria um regulamento ilegal. Poderia como tal ser impugnado.

Em qualquer caso, esta exigência legal não pode ser tida, pelo menos automaticamente, como um elemento do próprio conceito de valor mobiliário.

13. Problemática da tipicidade

Carreados os elementos disponíveis na lei, vejamos se se pode falar de uma tipicidade de valores mobiliários.

No domínio do CodMVM, não obstante o art. 3.º/1 a) limitasse a noção de VM a valores “legalmente susceptíveis de negociação num mercado organizado”, discutiu-se a existência de uma tipicidade.

Amadeu José Ferreira pronunciou-se pela negativa, argumentando sobretudo com o que se passaria no domínio das obrigações; particularmente com a redacção modificada⁽¹⁶⁾ do art. 360.º do Código das Sociedades Comerciais, que passou a admitir, *nomeadamente*, a emissão de obrigações... Isso deixaria em estilhaços a pretensão de defender em geral um *numerus clausus* de valores mobiliários⁽¹⁷⁾.

Qualquer que seja a valia desta posição perante a lei anterior, que dizer à luz do CVM?

Seguramente que o n.º 2 vai além da tipicidade legal, delimitada no n.º 1.

É a seguinte a redacção deste n.º 2: “Por regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, neste código abreviadamente designada CMVM, ou, tratando-se de valores mobiliários de natureza monetária, por aviso do Banco de Portugal, podem ser reconhecidos como valores mobiliários outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas que visem, directa ou indirectamente, o financiamento de entidades públicas

⁽¹⁶⁾ Pelo Dec.-Lei n.º 299-B/88, de 4 de Julho.

⁽¹⁷⁾ *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, 1997, 182-183. A posição era porém contestável, enquanto se sustentasse a existência de um núcleo definidor da própria categoria da obrigação, que não poderia ser ultrapassado. Esse núcleo poderia ser representado pela entrega de capital, e pelos juros e direito ao reembolso, coubessem ou não as várias figuras no tipo civilístico do mútuo. As obrigações poderiam apresentar um conteúdo parcialmente variável, mas isto não é diferente do que se passa nas acções.

ou privadas e que sejam emitidos para distribuição junto do público, em circunstâncias que assegurem os interesses dos potenciais adquirentes”.

Daqui resultam os seguintes elementos, que devem desde logo ser desbravados:

- a) supõe-se uma intervenção da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) ou do Banco de Portugal, que são entidades de supervisão;
- b) essa intervenção consiste no *reconhecimento* de outros documentos representativos ...;
- c) esses “documentos” deverão ter as características que aí se enunciam.

Estas características serão uma por uma aprofundadas; veremos se a partir delas se pode enunciar um conceito de valor mobiliário.

Mas há uma questão prévia, que deve ser abordada desde já.

14. Caracterização da intervenção administrativa: carácter normativo

Os grandes problemas que a intervenção da CMVM e do Banco de Portugal suscitam podem ser reconduzidas a duas alternativas fundamentais. Essa intervenção é:

- genérica ou individual?
- vinculada ou discricionária?

O segundo termo poderia também ser expresso pela contraposição: declarativa ou constitutiva?

Começemos pela primeira alternativa.

A intervenção da CMVM (e, para os valores mobiliários de natureza monetária, do Banco de Portugal) é:

- *genérica*, referente a uma categoria de valores mobiliários, ou
- *concreta*, referente a um pedido de uma emissão de valores não previstos por lei por uma entidade interessada?

No primeiro caso, a entidade de supervisão poderia criar um tipo novo, além dos já existentes.

No segundo caso, a tipicidade legal esboroava-se. Os interessados criariam as figuras que entendessem, e as entidades de supervisão limitavam-se a autorizar ou não a emissão.

Supomos que só a primeira solução é verdadeira.

Entre abrir de todo em todo as portas à autonomia privada ou fechá-las, pela imposição do *numerus clausus*, o CVM toma uma posição intermédia: permite o que chamaremos a *tipicidade administrativa*. Admite que as entidades de supervisão permitam a entrada de novas figuras, mediante previsões genéricas. Assim se consegue uma maleabilidade que não existiria se se ficasse na dependência da lei, e se evita ao mesmo tempo que um sector de tão grande impacto financeiro fique de todo abandonado à iniciativa privada.

Não faria sentido pretender que a intervenção das entidades de supervisão se restringiria à autorização da emissão. Por um lado, porque o sistema é o do registo da emissão, e não o da autorização prévia. Por outro, porque não se justificaria, se se quisesse referir a mera autorização de uma emissão concreta, estabelecer que seria dada por regulamento.

De facto, os instrumentos de intervenção que se prevêem são instrumentos genéricos e não individualizados. Prevê-se o regulamento da CMVM, cuja função é estabelecer disposições genéricas, e não autorizações individualizadas. E o mesmo há que dizer dos avisos do Banco de Portugal.

Poderia objectar-se que deste modo se iria prejudicar a criatividade dos agentes económicos, que ficariam na dependência da iniciativa da inovação por parte da CMVM. Mas não nos parece que, na prática, haja problema. A CMVM (ou, para os valores de natureza monetária, o Banco de Portugal) podem sempre, perante manifestação de interesse dos operadores económicos, regular genericamente o tipo de valor mobiliário em causa. Fica então a porta aberta para a concreta emissão de valores mobiliários daquele tipo.

O que se não compreenderia seria uma emissão de um tipo novo de valores mobiliários, sem haver antecipadamente previsão genérica da figura. O público tem necessidade de saber qual o

regime do valor mobiliário oferecido: doutra maneira, criar-se-ia a opacidade do mercado. Isso só se pode fazer mediante prévia fixação do quadro normativo aplicável.

15. Carácter discricionário

Sendo embora a intervenção genérica, há ainda que afrontar o segundo termo da alternativa: a intervenção é vinculada ou discricionária? Quer dizer, as entidades administrativas competentes estão obrigadas a reconhecer estes tipos de valores mobiliários, ou só os criarão se considerarem que há razões de conveniência em fazê-lo? Dissemos já que a pergunta poderia também ser formulada opondo o carácter declarativo ao carácter constitutivo desta intervenção.

Há um elemento no art. 1.º/2 CVM que previsivelmente criará grandes dificuldades. Diz-se que podem ser *reconhecidos* como valores mobiliários outros documentos... Significará isto que a intervenção das entidades de supervisão é meramente cognitiva da natureza de valor mobiliário daquele documento, à luz de um conceito que se pressupõe, ou pelo contrário que é constitutiva ou discricionária, cabendo-lhes apreciar a conveniência da introdução daquele novo tipo?

O art. 1.º/2 fala no *reconhecimento* como valores mobiliários. O texto indicia no sentido de uma prevalência do valor mobiliário como tal, que as entidades de supervisão se limitariam a reconhecer. Mas a palavra não é definitiva, uma vez que se pode falar quer num reconhecimento constitutivo quer declarativo.

Tem havido uma certa tendência para restringir os poderes da CMVM, no sentido de os limitar a um controlo de legalidade: cft. o art. 118.º/3, por exemplo, sobre a decisão de registo prévio de oferta pública. Mas a situação aqui é diferente. A CMVM e o Banco de Portugal realizam uma actividade que é substancialmente legislativa. Sendo assim, cabe-lhes verificar, não apenas a correspondência a um conceito, mas ainda a conveniência da introdução daquela categoria, à luz do interesse geral.

O art. 1.º/2 estabelece já uma ordenação, ao referir as circunstâncias que assegurem os interesses de potenciais adquirentes.

Mas não são só os interesses destes que estão em causa. Há razões, de carácter financeiro ⁽¹⁸⁾ ou outras, que podem fazer com que um determinado tipo de valor mobiliário seja indesejável.

Diríamos assim que as entidades de supervisão, mesmo havendo solicitação dos interessados, têm o poder de recusar a admissão de uma categoria de valores mobiliários, por considerações de interesse geral.

16. Tipicidade legal e tipicidade administrativa

É a altura de tirar uma conclusão sobre a tipicidade dos valores mobiliários.

Há uma tipicidade legal, que é expressa no art. 1.º/1. Se só este existisse, essa tipicidade seria exaustiva.

Mas esse preceito terá de ser completado pelo n.º 2, que prevê uma intervenção adicional de órgãos administrativos na introdução de valores mobiliários.

Para além das divergências, há um ponto que parece adquirido: recognitiva ou constitutiva, a intervenção dos órgãos administrativos é indispensável para a introdução de novos tipos de valores mobiliários na ordem jurídica portuguesa. Os interessados só poderão recorrer aos tipos de valores mobiliários que sejam reconhecidos por lei ou por acto administrativo. Isto é uma tipicidade taxativa ⁽¹⁹⁾.

Concluimos assim que o CVM fez acrescer, à tipicidade legal, uma tipicidade administrativa.

Mas a lei dá critérios para o exercício desta faculdade administrativa.

Consequentemente, as entidades de supervisão estão vinculadas à observância desses critérios. Se os desrespeitarem, cometem uma ilegalidade. Abre-se então a problemática da ilegalidade do regulamento.

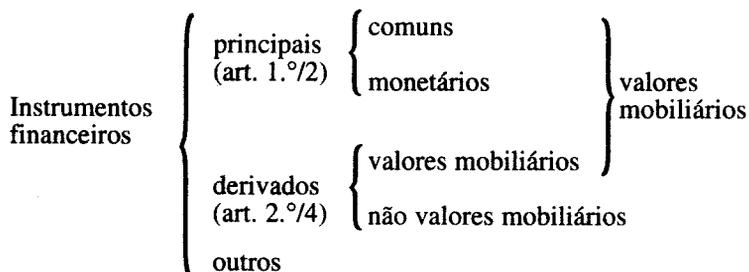
⁽¹⁸⁾ De facto, a política financeira pode conduzir à adopção de determinado tipo de valor mobiliário, ou pelo contrário desaconselhá-la.

⁽¹⁹⁾ Embora não se trate de uma taxatividade apenas legal.

O CVM instaurou assim um sistema intermédio entre o *numerus clausus* e o *numerus apertus*. Admite ainda uma tipicidade adicional, resultante da atribuição às entidades de supervisão de poderes de natureza substancialmente legislativa. Isso significa que lhes confiou também a valoração de conveniência que é própria da actividade legislativa.

17. Haverá um conceito legal de valor mobiliário?

O esquema resultante da lei poderá figurar-se assim:



Como o conceito de valor mobiliário só abrangeria alguns instrumentos financeiros derivados, teríamos que só estes beneficiariam da tipicidade administrativa *ex art. 1.º/2*. Os que não fossem valores mobiliários só poderiam resultar, parece, de previsão legal. Porém, como vimos já, o art. 252.º CVM supre essa omissão, ao permitir outras operações a prazo além das legalmente previstas, mediante regulamento da CMVM.

O art. 1.º/2 permite formular um conceito de valor mobiliário, pela sobreposição das suas previsões?

Não permite. Apenas dá o enquadramento no qual as entidades de supervisão podem criar valores mobiliários. Alguns dos aspectos que deste constam podem não ser decisivos em geral, sendo colocados ali apenas para dar certeza à actividade de criação de novos tipos de valores mobiliários.

Quer dizer: o facto de se fazerem exigências para a criação administrativa de valores mobiliários, no n.º 2, não significa que essas exigências sejam emanação do conceito de valor mobiliário.

Os parâmetros do n.º 2 são mais apertados que os do n.º 1, para reduzir os riscos inerentes a uma criação administrativa de valores mobiliários.

O conceito de valor mobiliário terá pois de ser elaborado pelos intérpretes, aproveitando todos os elementos que possam resultar, quer do CVM, quer de leis especiais. Particularmente, são importantes os títulos II e III, que o art. 2.º/4 exclui da aplicação aos instrumentos financeiros derivados que não sejam valores mobiliários; e sobretudo o título II, que ambiciona disciplinar em geral os valores mobiliários.

Vimos que a criação administrativa de valores mobiliários é uma criação genérica, e não em casos concretos. É uma criação *normativa*, por categorias. Nessa, as entidades administrativas estão submetidas aos limites da lei ⁽²⁰⁾.

Podemos, chegados a este ponto, ensaiar uma definição de valor mobiliário, destinada apenas a assinalar até onde avançamos.

Tomando como base o n.º 2, esclarecido já pela análise anterior, poderíamos arriscar uma noção de partida.

Valores mobiliários seriam direitos representados, integrados em categorias de idêntico conteúdo, de modo a permitir a negociação em massa, que sejam de tipo previsto por lei ou admitido pela entidade de supervisão.

Não pertence ao conceito o facto de poderem ser emitidos por entidades públicas ou privadas, pois não é distintivo.

À entidade de supervisão cabe verificar se os interesses do público potencial adquirente estão assegurados.

A finalidade de distribuição junto do público parece demais ⁽²¹⁾; é substituída pela possibilidade de se permitir, ou a potencialidade de se fazer.

Porém, mesmo esta noção não parece de molde a englobar toda a categoria dos valores mobiliários.

Mas há ainda um aspecto importante a salientar.

⁽²⁰⁾ A questão pode suscitar-se em caso de distribuição meramente interna no âmbito da entidade emitente. Não cabe no art. 1.º/2, e não há nesse caso necessidade de registo prévio junto da CMVM, apenas de comunicação, nos termos do art. 110.º/2. Mesmo assim, a CMVM poderá exercer nesse caso o controlo de legalidade.

⁽²¹⁾ Uma vez que há ofertas particulares: cfr. o art. 110 CVM.

O CVM tem a pretensão de regular *todos* os valores mobiliários, e não apenas os valores negociáveis. Assim, uma acção, mesmo sujeita a uma cláusula de intransmissibilidade, é um valor mobiliário.

Isto significa que a noção do n.º 1 é afinal muito mais vasta que a do n.º 2. Este último dá apenas pistas para a expansão dos valores negociáveis a figuras não previstas por lei. Mas a elaboração do conceito de valor mobiliário, em si, tem de se fazer a partir do n.º 1.