

OS VALORES MOBILIÁRIOS: CONCEITO, ESPÉCIES E REGIME JURÍDICO

JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES

SUMÁRIO: § 1. Introdução. 1. Noção. 2. Características. 3. Espécies. 4. Modalidades. 5. Regime Jurídico. § 2. Acções. § 3. Obrigações. § 4. Títulos de Participação. § 5. Unidades de Participação. § 6. “Warrants” Autónomos. § 7. Direitos Destacáveis. § 8. Outros Valores.

§ 1. INTRODUÇÃO

1. Noção

I. A benefício de ulterior explicitação, designam-se “valores mobiliários” (“securities”, “Wertpapiere” ou “Effekten”, “valeurs mobilières”, “valori mobiliari”, “valores negociables”) *os instrumentos financeiros representados num título ou registo em conta, que consubstanciam posições jurídicas homogéneas e fungíveis e são negociáveis em mercado organizado* ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Sobre o conceito de valor mobiliário, *vide*, entre nós, ASCENSÃO, J. Oliveira, *O Novíssimo Conceito de Valor Mobiliário*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VI, 139-162, Coimbra Editora, 2006; CASTRO, C. Osório, *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, 9 e segs., 2.^a edição, UCP Editora, Porto, 1998; FERREIRA, A. José, *Direito dos Valores Mobiliários*, 125 e segs., AAFDL, Lisboa, 1997. Para idêntica questão, no direito comparado, *vide* LOWENFELDS, Lewis/BROMBERG, Alan, *What is a Security under the Federal Securities Law?*, in: 56 “Albany Law Review” (1993), 473-560; FARRANDO, I. Miguel, *El Concepto de Valor Negociable*, in: “Estudios en Homenaje al Profesor A. Menéndez”, vol. I, 1197-1236, Civitas, Madrid, 1996; SALAMONE, Luigi, *Unità e Multiplicità della Nozione di Valore Mobiliare*, Giuffrè, Milano, 1995; REYGROBELLET, Arnaud, *La Notion de Valeur Mobilière*, Diss., Paris, 1995. Saliente-se que, na Alemanha, fala-se de “Wertpapiere” mas tam-

II. Os valores mobiliários são uma *categoria de instrumentos financeiros* genericamente prevista no art. 1.º do Código dos Valores Mobiliários (doravante designado abreviadamente CVM) (2). Este preceito reza o seguinte: “São valores mobiliários, além de outros que a lei como tal qualifique: *a*) as acções; *b*) as obrigações; *c*) os títulos de participação; *d*) as unidades de participação em instituições de investimento colectivo; *e*) os warrants autónomos; *f*) os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas *a*) a *d*), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no acto de emissão; *g*) outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado”.

III. O termo “valor mobiliário” constitui um *conceito jurídico polisémico*, ao qual não corresponde uma precisa noção legal ou doutrinal universalmente aceite. Várias razões explicam esta circunstância.

Desde logo, o vocábulo “valor mobiliário” é relativamente recente em Portugal: se bem que datem já de meados do séc. XX as primeiras e tímidas referências ao mesmo, apenas com o “Código do Mercado de Valores Mobiliários” (aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, predecessor do actual CVM de 1999) tal conceito passou a fazer definitivamente parte da enciclopédia juscomercial portuguesa (3).

Depois ainda, tal vocábulo é dotado de uma significativa polissemia no quadro dos ordenamentos jurídicos actuais. Com efeito, apesar do progressivo afinamento do seu núcleo conceitual, a expressão “valor mobi-

bém, em sentido estrito, de “Effekten”, para designar os valores mobiliários (cf. MÜLLER-CHRISTMANN, Bernd/SCHNAUDER, Frnat, *Wertpapierrecht*, 42, Springer, Berlin, 1992).

(2) Os instrumentos financeiros são um conjunto de instrumentos juscomerciais susceptíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura do risco da actividade económica das empresas. Tais instrumentos encontram-se hoje expressamente consagrados no art. 2.º, n.ºs 1 e 2, do CVM, podendo ser ordenados em três categorias fundamentais: os *instrumentos mobiliários* (ou valores mobiliários), os *instrumentos monetários* (ou do mercado monetário), e os *instrumentos derivados*. Sobre a noção e os tipos de instrumentos financeiros, *vide* desenvolvidamente ANTUNES, J. Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009.

(3) Sobre a origem e a evolução histórica do conceito de valor mobiliário, *vide*, entre nós, FERREIRA, A. José, *Valores Mobiliários Escriturais — Um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*, 17 e segs., Almedina, Coimbra, 1997; noutros quadrantes, CHIONNA, V. Vito, *L’Origini della Nozione di Valore Mobiliare*, in: 44 “Rivista delle Società” (1999), 831-866.

liário” continua a ser utilizada em sentidos divergentes no plano do direito interno — recorde-se que, possuindo o seu eixo regulatório no CVM de 1999, o termo é também utilizado em vários diplomas legais em sentidos e com finalidades próprias (v. g., Código das Sociedades Comerciais de 1986, Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas de 1988, Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras de 1992, Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas de 2004) ⁽⁴⁾ —, no plano comunitário — onde o âmbito e o conteúdo da figura foram, e continuam sendo, objecto de sucessivas oscilações, especialmente em sede das Directivas Comunitárias pertinentes aos mercados bancário e financeiro — ⁽⁵⁾, e, sobretudo, no plano do direito comparado — onde a figura é regulada com designações e alcances bastante variados, incluindo o conceito norte-americano de “security” (sec. 2 (a) (1) do “Securities Act” de 1933), o conceito germânico de “Wertpapier” (§ 2, Abs. 1, da “Wertpapierhandelsgesetz” de 1998), o conceito italiano de “valore mobiliare” (art. 1-*bis* do “Testo Unico della Finanza” de 1998), ou o conceito espanhol de “valor negociable” (art. 2.º da “Ley de Mercado de Valores” de 1988) ⁽⁶⁾.

⁽⁴⁾ Sobre esta polissemia legal, vide FERREIRA, A. José, *Direito dos Valores Mobiliários*, 125 e segs., AAFDL, Lisboa, 1997; identicamente, na doutrina estrangeira, CARBONETTI, Francesco, *Che Cos'è un Valore Mobiliare?*, 286 e segs., in: XVI “Giurisprudenza Commerciale” (1989), 280-303; LE CANNU, Paul, *L'Ambiguïté d'un Concept Négatif: Les Valeurs Mobilières*, 395, in: 4 “Bulletin Joly Bourse” (1993), 395-404. Para acepções sectoriais, vide, por exemplo, SANCHES, J. Saldanha, *O Conceito Fiscal de Valores Mobiliários*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. III, 73-84, Coimbra Editora, 2001.

⁽⁵⁾ Vejam-se, por exemplo, as Directiva 89/646/CEE, de 15 de Dezembro (conhecida como Segunda Directiva de Coordenação Bancária), Directiva 93/22/CE, de 10 de Maio (conhecida como Directiva dos Serviços de Investimento), e Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril (denominada DMFI ou Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros). Cf. MOLONEY, Niahm, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2002.

⁽⁶⁾ Aspectos dignos de nota são ainda, por um lado, a ausência de uma noção geral e abstracta de valor mobiliário (tendo-se os legisladores estrangeiros limitado a consagrar um mero elenco casuístico das suas espécies ou modalidades concretas) e, por outro, a progressiva perda do seu protagonismo regulatório (a ponto de nalgumas ordens jurídicas ter mesmo chegado a desaparecer, como sucede actualmente, por exemplo, em França: cf. BONNEAU, Thierry/DRUMMOND, France, *Droit des Marchés Financiers*, 77, Economica, Paris, 2005). Sobre a figura no direito estrangeiro, vide desenvolvidamente BLAIR, Michael/WALKER, George, *Financial Services Law*, Oxford University Press, Oxford, 2006; HAZEN, T. Lee, *The Law of Securities Regulation*, 5th edition, Thomson/West, St. Paul, 2005; HIRTE, Heribert/MÖLLERS, Thomas, *Kölner Kommentar zum WpHG*, C. Heymanns, Köln, 2007; RIGHINI, Elisabetta, *I Valori Mobiliari*, Giuffrè, Milano, 1993.

Finalmente, não se pode perder de vista que a já assinalada dinâmica própria dos mercados financeiros, responsável por uma incessante diversificação e renovação dos instrumentos nele negociados, tem decerto também contribuído, e muito, para a instabilidade conceitual (“flottement notionnel”) (7) neste terreno: “quem sabe hoje o que são os valores mobiliários?” — lança Alain VIANDIER o desafio (8). Com efeito, se ainda apenas há algumas décadas atrás, a ordem jurídica apenas conhecia dois valores mobiliários matriciais — acções e obrigações —, assistiu-se desde então a uma verdadeira diversificação neste domínio, operada por via da complexificação (v. g., acções especiais, obrigações especiais), da combinação (v. g., obrigações convertíveis em acções, títulos de participação, acções geminadas), da dissecação (v. g., direitos destacáveis), e da inovação (v. g., “warrants” autónomos, “depository receipts”) (9). E não é verdade que, como nos recorda Thomas Lee HAZEN, o conceito de valor mobiliário (“security”) abrange hoje nos Estados Unidos da América toda uma infinidade de veículos de investimento de dinheiro em troca de uma expectativa de lucro (10)?

2. Características

I. Para efeitos da presente exposição, arrancaremos da definição genérica contida no art. 1.º do CVM, que se refere aos valores mobiliários como os “documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado” (al. g)). À luz

(7) A expressão é de Bruno OPPETIT, *La Notion de Valeur Mobilière*, 4, in: “L’Europe et le Droit des Valeurs Mobilières”, «Banque et Droit», número especial, Paris, 1991.

(8) *L’Europe et le Droit des Valeurs Mobilières*, 575, in: 6 “Bulletin Mensuel d’Information des Sociétés («Bulletin Joly Sociétés»)” (1991), 575-581.

(9) Sobre o ponto, vide ainda BONNEAU, Thierry, *La Diversification des Valeurs Mobilières — Ses Implications en Droit Commercial*, in: 41 “Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique” (1988), 535-607; LE CANNU, Paul, *L’Ambiguïté d’un Concept Négatif: Les Valeurs Mobilières*, 395, in: 4 “Bulletin Joly Bourse” (1993), 395-404; SAROT-DANDOIS, J./WALRAVENS, L., *Évaluation des Principales Catégories de Valeurs Mobilières*, in: “Recueil Général de l’Enregistrement et du Notariat” (1995), 411-476.

(10) “O que têm em comum” — pergunta o jurista norte-americano — “cosméticos, «whiskey», cursos de imagem, castores, coelhos, chinchilas, programas de alimentação animal, embriões de gado, barcos de pesca, aspiradores, telefones públicos, jazigos, contratos de gravação, fundos de litigância, e árvores de fruto? A resposta é que todos eles já foram considerados “valores mobiliários” para efeitos das leis mobiliárias federais e estaduais” (*The Law of Securities Regulation*, 39 e seg., 5th edition, Thomson/West, St. Paul, 2005).

desta definição, podemos assim dizer que o conceito legal ou estrito de valor mobiliário se caracteriza pelas seguintes notas ou traços distintivos fundamentais: *representabilidade, homogeneidade e fungibilidade, e negociabilidade* ⁽¹¹⁾.

II. Em primeiro lugar, nos termos da lei, os valores mobiliários são “documentos representativos”.

Os valores mobiliários supõem assim um “*documento*”: considerando a noção lata do art. 362.º do Código Civil, tal documento pode consistir num documento de papel ou num documento electrónico (cf. art. 2.º, al. *a*), do Decreto-Lei n.º 290-D/99, de 2 de Agosto) ⁽¹²⁾. Além disso, e mais importante, os valores mobiliários são documentos “*representativos*” no sentido em que constituem instrumentos financeiros que implicam necessariamente a adopção de uma forma de representação cartular (título) ou escritural (registo em conta) (arts. 46.º a 51.º do CVM) ⁽¹³⁾. Este aspecto é duplamente relevante: por uma banda, a forma representativa constitui um pressuposto da própria existência de um valor mobiliário, de tal modo que não se pode falar de valor mobiliário a respeito de direitos ou outras posições jurídicas que não se hajam (ainda) consubstanciado em títulos ou em

⁽¹¹⁾ Não cabe no âmbito da presente exposição esclarecer se a definição legal prevista no art. 1.º, al. *g*), do CVM poderá ou não constituir a base de um conceito universal de “valor mobiliário”. Num sentido negativo, considerando que a função primacial de tal definição consiste em delimitar o poder de criação de valores mobiliários atípicos, *vide* ASCENSÃO, J. Oliveira, *O Novíssimo Conceito de Valor Mobiliário*, 153 e segs., in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VI, 139-162, Coimbra Editora, 2006.

⁽¹²⁾ Sobre os chamados documentos electrónicos, em especial a sua importância no Direito Comercial, *vide* ANTUNES, J. Engrácia, *Direito Comercial*, em curso de publicação. Os valores mobiliários são ainda, de outra perspectiva, bens ou *coisas* — o que significa, como veremos, que são susceptíveis “*tale quale*” de constituir objecto de direitos de propriedade, de direitos reais menores (usufruto, penhor), e de apreensão e execução judicial (penhora), embora naturalmente dotados de um regime próprio que exhibe importantes especialidades face ao regime juscivilista geral. No sentido aqui propugnado, *vide*, na doutrina, PIRES, F. Almeida, *Emissão de Valores Mobiliários*, 26, Lex, Lisboa, 1999; na jurisprudência, o Acórdão da Relação do Porto de 15-IV-1991 (MIRANDA GUSMÃO), in 406 “Boletim do Ministério da Justiça” (1991), 718-718; noutros quadrantes, ANDRÉS, A. Sánchez, *Valores Negociables, Instrumentos Financieros y Otros Esquemas Contractuales de Inversión*, 26, in: XXIV “Revista de Derecho Bancario y Bursátil” (2005), 7-58; MARTIN, Didier, *De la Nature Corporelle des Valeurs Mobilières*, 47, in: “Recueil Dalloz” (1996), 47-52; DREYGROBELLET, Arnaud, *Le Droit de Propriété du Titulaire d’Instrument Financier Dématérialisés*, in: 52 “Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique” (1999), 305-316.

⁽¹³⁾ Sobre as formas de representação, *vide infra* § 1, 4, II.

registos em conta ⁽¹⁴⁾; por outra banda, ela permite contradistinguir o valor mobiliário de outros tipos de instrumentos financeiros que não estão dependentes de forma representativa, como é o caso, designadamente, dos instrumentos derivados (v. g., futuros, opções, “swaps”) ⁽¹⁵⁾.

III. Em segundo lugar, recorrendo novamente aos dizeres do legislador, os valores mobiliários representam “situações jurídicas homogêneas”.

Desde logo, os valores mobiliários incorporam *quaisquer* “*situações jurídicas*”. Tal vale por dizer que o seu conteúdo pode ser constituído por toda uma panóplia de posições juridicamente relevantes: assim, eles podem incorporar posições jurídicas activas (direitos), passivas (deveres), e/ou outras (v. g., ónus, sujeições, meras expectativas); e mesmo dentro de um único tipo de posição jurídica (por exemplo, posição jurídico-activa), ele poderá abranger indistintamente toda uma gama de direitos, incluindo direitos sociais (v. g., acções), direitos de crédito (v. g., obrigações), direitos reais (v. g., certos “warrants” autónomos com liquidação física), ou direitos híbridos (v. g., os títulos de participação, a meio caminho entre acções e obrigações, ou as unidades de participação, que combinam direitos reais, obrigacionais e outros) ⁽¹⁶⁾.

⁽¹⁴⁾ É certo, como já em seguida se dirá, que os valores mobiliários incorporam uma determinada posição jurídica substantiva (v. g., direito social, de crédito, ou outro), a qual constitui de per si um bem jurídico autónomo que pode ser objecto de protecção e transmissão nos termos gerais: todavia, essa posição jurídica apenas se transmuta em valor mobiliário, como tal sujeita ao regime especial do CVM, a partir do momento em que assume uma representação cartular ou escritural (cf. ainda art. 47.º do CVM). Suponhamos, por exemplo, que uma sociedade anónima aumenta o seu capital ou realiza um empréstimo obrigacionista: embora já aí se possa falar porventura de acções e obrigações no sentido de posições jurídicas sociais e creditícias, apenas estaremos diante dos valores mobiliários “acções” e “obrigações” (art. 1.º, als. *a*) e *b*), do CVM) após estas terem assumido uma das formas legais de representação. Sobre o ponto, *vide* ainda *infra* § 2, IV (acções), § 3, III, espec. nota 95 (obrigações), e § 5, IV, espec. nota 124 (unidades de participação); em sentido divergente, todavia, *vide* ASCENSÃO, J. Oliveira, *Valor Mobiliário e Título de Crédito*, 862 e segs., in: 56 “Revista da Ordem dos Advogados” (1996), 837-875.

⁽¹⁵⁾ Sobre os derivados, *vide* desenvolvidamente ANTUNES, J. Engrácia, *Os Derivados*, in: 30 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2008), 91-136.

⁽¹⁶⁾ Usualmente, o valor mobiliário corresponderá estruturalmente a uma *situação jurídica complexa*, composta simultaneamente por posições activas e passivas: as acções constituem um exemplo lídimo desta estrutura complexa, enquanto valores representativos de um conjunto unitário de direitos, obrigações e outras posições jurídicas (“maxime”, ónus e sujeições) de que o accionista é titular em face da sociedade anónima emitente. Sobre a acção enquanto valor representativo da participação social, *vide infra* § 2, II.

Além disso, mais relevante, os valores mobiliários respeitam exclusivamente a situações jurídicas “homogéneas”. Tal significa dizer, no essencial, que se trata de instrumentos financeiros *homogéneos e fungíveis*. Com efeito, os valores mobiliários são valores emitidos em massa em mercado próprio (por vezes milhares ou até milhões) — e não emitidos singularmente (um a um) — ⁽¹⁷⁾, são valores emitidos em conjuntos ou “categorias” que exibem uma série de características comuns — “maxime”, lançados pela mesma entidade, conferindo posições jurídicas idênticas, e sujeitos a regras comuns (v. g., natureza e valor nominal, condições de subscrição, forma de representação, etc.) (art. 45.º do CVM) — ⁽¹⁸⁾, e são valores fungíveis no sentido em que o tráfico jurídico os reconhece pelo seu mero número ou quantidade, sem curar de cada valor em concreto (“res quae numero consistunt”) — o que, justamente dispensando a necessidade de averiguar o seu conteúdo próprio previamente a cada transacção individual, permite que os mesmos sejam passíveis de negociação massificada no mercado de capitais ⁽¹⁹⁾.

IV. Finalmente, ainda nas palavras do legislador, os valores mobiliários devem ser “susceptíveis de transmissão em mercado”.

Os valores mobiliários são, da sua origem aos nossos dias, instrumentos tipicamente concebidos para circular no mercado de capitais, por

⁽¹⁷⁾ Este traço permite assim distinguir os valores mobiliários de outros instrumentos juscomerciais, seja dos títulos de crédito tradicionais — que são emitidos individualmente e conferem posições jurídicas específicas: v. g., letras, livranças, cheques, extractos de factura, conhecimentos de embarque (cf. ANTUNES, J. Engrácia, *Os Títulos de Crédito*, 33 e seg., Coimbra Editora, 2009) —, seja mesmo de determinados instrumentos financeiros — como sucede, por exemplo, com certos instrumentos derivados que são transaccionados numa base bilateral, v. g., “forwards”, “swaps”, “caps”, “floors” e outros derivados de balcão (cf. ainda ANTUNES, J. Engrácia, *Os Derivados*, 108 in: 30 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2008), 91-136).

⁽¹⁸⁾ Sobre a noção de categoria, vide *infra* § 2, III. Sublinhe-se que, ao contrário do que chegou a ser sustentado no direito pretérito, não se exige forçosamente a sua distribuição junto do público: os valores mobiliários tanto podem seu objecto de oferta pública, dirigida a destinatários indeterminados (art. 109.º do CVM), como de uma oferta particular, mormente dirigida a investidores qualificados (art. 110.º do CVM).

⁽¹⁹⁾ Como sublinha Miguel Galvão TELLES, fungibilidade significa categorialidade ou indiferença objectiva para efeitos de negociação (*Fungibilidade de Valores Mobiliários e Situações Meramente Categoriasais*, 186, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. IV, 165-217, Coimbra Editora, 2003). Advirta-se que o conceito de fungibilidade pode ser utilizado pelo legislador em sentidos algo diferenciados, para finalidades regulatórias sectoriais (cf. art. 204.º, n.º 2, do CVM).

neste serem emitidos (mercado primário) ou transaccionados (mercado secundário): numa palavra, são valores negociáveis no mercado de capitais (cf. ainda ponto 18 do art. 4.º, n.º 1, da Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril). Não se trata, pois, de uma negociabilidade qualquer — semelhante à mera transmissibilidade própria da generalidade dos direitos e outras posições jurídicas — mas antes de uma *negociabilidade em mercado* (“marktmässige Handelsbarkeit”): tais valores devem ser transaccionáveis na base do encontro entre oferta e procura exclusivamente em relação ao respectivo preço, sem negociação individualizada de outras condições (“Austauschbarkeit”), e devem ser livremente circuláveis de forma massificada e estandardizada, sem entraves jurídicos ou económicos a essa circulação, *v. g.*, sujeição às regras gerais da cessão de créditos (“Zirkulationsfähigkeit”) (20). Em termos gerais, ao menos no comum dos casos, tal significa dizer, na prática, que serão considerados valores mobiliários aqueles instrumentos financeiros que sejam susceptíveis de ser admitidos à negociação num ou vários dos sistemas de negociação organizada previstos na lei (mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral, e internalização sistemática: cf. art. 198.º do CVM) (21).

Saliente-se ainda, por outra banda, que semelhante negociabilidade pode revestir um carácter meramente abstracto ou potencial — bastando assim que os valores em causa sejam, em abstracto, passíveis de negociação massificada, preenchendo as condições do respectivo acesso, admissão e selecção em tais sistemas (genericamente, arts. 204.º e segs., 227.º e segs., 252.º e segs. do CVM) (22) — e ainda que o seu espaço de actuação pró-

(20) Para requisitos congéneres, embora não totalmente idênticos, *vide* ASSMANN, Heinz-Dieter/SCHNEIDER, Uwe (Hrsg.), *Wertpapierhandelsgesetz — Kommentar*, 104 e seg., 4. Aufl., O. Schmidt, Köln, 2006; HIRTE, Heribert/MÖLLERS, Thomas (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, 89 e seg., Carl Heymanns, Köln, 2007.

(21) Sobre os mercados regulamentados, *vide* SOARES, António, *Mercados Regulamentados e Não Regulamentados*, in: 7 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2000), 271-287; sobre a internalização sistemática, que corresponde “grosso modo” à tradicional negociação fora do mercado, de balcão ou OTC (“over-the-counter”), *vide* PEREIRA, C. Dias, *Internalização Sistemática — Subsídios para o Estudo de uma Nova Forma Organizada de Negociação*, in: 27 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2007), 150-160. Em sentido semelhante, HIRTE, Heribert/MÖLLERS, Thomas (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, 90, Carl Heymanns, Köln, 2007; SCHWARK, Eberhard (Hrsg.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 830, 3. Aufl., Beck, München, 2004.

(22) Não perderão assim a sua qualidade de valores mobiliários aqueles que, possuindo as condições objectivas ou abstractas da negociabilidade organizada, possam incidentalmente, no caso concreto, encontrar-se limitados ou até privados dessas condições: pense-se,

prio é o *mercado de capitais* em sentido estrito — abrangendo-se assim apenas os instrumentos financeiros de médio e longo prazo (igual ou superior a dois anos), com exclusão dos instrumentos próprios do mercado monetário (de curto prazo, ou inferior a um ano), *v. g.*, papel comercial, bilhetes do Tesouro, obrigações de caixa ⁽²³⁾.

3. Espécies

I. O ordenamento jurídico português vigente conhece uma pluralidade de espécies de valores mobiliários, que podem ser agrupadas em dois conjuntos fundamentais: os valores mobiliários legalmente *típicos* e *atípicos*.

II. Por um lado, temos os *valores mobiliários típicos*, expressamente previstos pela lei ⁽²⁴⁾. Actualmente, existe quase uma dezena de tipos ou espécies legais de valores mobiliários, que justamente serão adiante objecto de estudo aprofundado: são eles as *acções*, as *obrigações*, os *títulos de participação*, as *unidades de participação* em instituições de investimento colectivo, os “*warrants*” *autónomos*, os *direitos destacáveis* de valores mobiliários (art. 1.º, *als. a*) a *f*), do CVM), os *certificados* (Regulamento CMVM n.º 7/2002, de 24 de Maio), os *valores mobiliários convertíveis* (Regulamento CMVM n.º 15/2002, de 21 de Novembro) e os *valores mobiliários condicionados por eventos de crédito* (Regulamento CMVM n.º 16/2002, de 21 de Novembro) ⁽²⁵⁾.

por exemplo, no caso de acções sobre as quais incida uma cláusula estatutária de limitação da transmissão (art. 328.º, n.º 2), as quais não deixarão de ser reputadas valores mobiliários atento que, a todo o tempo e por mera decisão dos sócios, podem recuperar a sua livre circulabilidade primordial (art. 328.º, n.º 1, ambos do Código das Sociedades Comerciais). Em sentido diverso, aparentemente, ASSMANN, Heinz-Dieter/SCHNEIDER, Uwe (Hrsg.), *Wertpapierhandelsgesetz — Kommentar*, 104, 4. Aufl., O. Schmidt, Köln, 2006.

⁽²³⁾ Sobre os instrumentos financeiros monetários, *vide* ANTUNES, J. Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, 205 e segs., Almedina, Coimbra, 2009.

⁽²⁴⁾ Tomamos aqui a palavra lei em sentido amplo, abrangendo as leis ordinárias e os regulamentos administrativos, mormente os emanados da CMVM (art. 1.º, n.º 2, do Código Civil): sobre os regulamentos como fonte de Direito Comercial, *vide* ANTUNES, J. Engrácia, *Direito Comercial*, em curso de publicação; noutros países, PÉDAMON, Michel, *Droit Commercial*, 10, Dalloz, Paris, 1994; VISENTINI, Gustavo, *Argomenti di Diritto Commerciale*, 99 e seg., Giuffrè, Milano, 1997.

⁽²⁵⁾ Sublinhe-se que o elenco legal é um *elenco aberto* — podendo o legislador ou a administração vir a criar novos tipos ou espécies de valores mobiliários (cf. proémio do art. 1.º do CVM) — e ainda que os diferentes tipos podem abranger também determinados subtipos ou *subespécies legais* — por exemplo, ao lado das obrigações comuns (art. 1.º, *al. b*),

III. Por outro lado, temos ainda os *valores mobiliários atípicos*, fruto da autonomia privada dos interessados. Ultrapassada a controvérsia que dividiu a doutrina nacional relativamente à questão da tipicidade ou atipicidade dos valores mobiliários ⁽²⁶⁾, afigura-se hoje inequívoca a vigência de um princípio geral de liberdade de criação neste domínio, crescentemente marcado por um fenómeno de diversificação ⁽²⁷⁾: tal significa que os sujeitos intervenientes no mercado de capitais (v. g., emittentes, entidades gestoras) poderão assim criar valores mobiliários inominados, sejam estes resultantes da combinação dos valores legalmente tipificados (*tipos mistos*), sejam totalmente novos (*tipos atípicos*).

Saber quais são os valores mobiliários atípicos, é questão que só caso a caso poderá ser apurada em definitivo. A “praxis” estrangeira conhece, todavia, um leque rico de candidatos potenciais, entre os quais se incluem, por exemplo, os certificados de participação (“certificati finanziari”) ⁽²⁸⁾, os títulos de fruição (“Genusscheine”) ⁽²⁹⁾, os certificados de registo ou

do CVM), a lei regula autonomamente as obrigações do Tesouro (Decreto-Lei n.º 280/98, de 17 de Setembro), as obrigações hipotecárias (Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de Março), e as obrigações titularizadas (Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Abril).

⁽²⁶⁾ Sobre a questão, vide BAPTISTA, D. Farto, *O Princípio da Tipicidade e os Valores Mobiliários*, 87-121, in: AAVV, “Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira”, Almedina, Coimbra, 2006; VASCONCELOS, P. Pais, *O Problema da Tipicidade dos Valores Mobiliários*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. III, 61-72, Coimbra Editora, 2001.

⁽²⁷⁾ BONNEAU, Thierry, *La Diversification des Valeurs Mobilières — Ses Implications en Droit Commercial*, in: 41 “Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique” (1988), 535-607.

⁽²⁸⁾ Os “certificati finanziari” são valores representativos da posição de associado na empresa do associante (GUGLIELMUCCI, Lino/MAGNANI, Corrado/JOVENITTI, Paolo, *I Certificati di Partecipazione: Profili Civilistici, Tributari, Negoziali*, Giuffrè, Milano, 1981). Sobre o contrato de associação em participação, regulado entre nós pelo Decreto-Lei n.º 231/81, de 28 de Julho, vide PINHAL, A. Jorge, *Da Conta em Participação*, Petrony, Lisboa, 1981; VENTURA, Raúl, *Associação em Participação (Anteprojecto)*, in: 189/190 “Boletim do Ministério da Justiça” (1969), 15-136 e 5-106.

⁽²⁹⁾ Os “Genusscheine” (próximos mas não idênticos aos títulos de participação portugueses) são valores representativos de direitos creditícios, mas não societários, emitidos por sociedades comerciais públicas ou privadas, v. g., direitos sobre os seus lucros sociais periódicos ou finais (SINGER, Uwe, *Genusscheine als Finanzinstrument*, Centaurus, Herbolzheim, 1998). Advirta-se, todavia, para a flutuação do seu conteúdo no direito comparado, v. g., “bon de jouissance”, “Partizipationsscheine”, “certificats d’investissement”, etc. (cf. VELLAS, François, *Les Certificats d’Investissement Privilégiés*, in: 103 “Revue des Sociétés” (1985), 807-813), bem assim como a possibilidade de serem objecto de instrumentos derivados, v. g., as “Optionsgenusscheine” (JASKULLA, Ekkerhard, *Die Einführung deriva-*

depósito (“depository receipts”) (30), os certificados de valor garantia (“certificats de valeur garantie”) (31), os certificados de investimento público (“treasury investment growth receipts”) (32), os títulos de dívida subordinados (“titres d’emprunt subordonnés”) (33), as acções geminadas (“stapled stock”, “Verbundenenaktien”, “actions jumelées”) (34), os valores mobiliários associativos ou fundacionais (35), as fracções de determinados

ter Finanzinstrumente an den deutschen Wertpapierbörsen als Regelungsproblem, 29 e segs., Peter Lang, Frankfurt am Main, 1995).

(30) Os “depository receipts” são valores representativos do registo ou depósito de acções emitidos pelas respectivas entidades registrais ou depositárias. Sobre a figura — a não confundir com os “certificados de depósito”, regulados no Decreto-Lei n.º 372/91, de 8 de Outubro, que são títulos de crédito à ordem (cf. ANTUNES, J. Engrácia, *Os Títulos de Crédito*, 133 e segs., Coimbra Editora, 2009) e os “certificados” previstos no Regulamento CMVM n.º 7/2002, de 24 de Maio, que são um valor mobiliário típico (cf. *infra* § 8, II) —, vide ainda *infra* § 2, V, especialmente nota 86.

(31) Os “certificats de valeur garantie” são valores representativos de uma opção de venda diferida de acções, anclares de uma operação de oferta pública de aquisição ou troca, que são emitidos pela sociedade oferente e distribuídos aos sócios da visada (DESCLÈVES, Arnaud, *Certificat de Valeur Garantie, Une Valeur Mobilière Multiforme*, in: 579 “Revue Banque” (1997), 50-53; DECOCQ, George, *Une Nouvelle Forme de Valeur Mobilière: Les Certificats de Valeur Garantie*, in: 650 “Jurisclasseur Périodique — Édition Entreprise” (1997), 181-185; HALLEY, Stéphanie, *Le Certificat de Valeur Garantie*, in: 70 “Revue de Droit Bancaire et de la Bourse” (1998), 207-218).

(32) Os “treasury investment growth receipts” (TIGR) são valores representativos de uma fracção de um bloco indivisível de títulos de dívida pública, algures a meio caminho entre as obrigações e as unidades de participação, que visam permitir o acesso dos pequenos investidores a valores mobiliários de elevado valor unitário (um produto financeiro atípico equivalente dos TIGR’s, desenvolvidos pela corretora “Merrill Lynch”, é constituído pelos “certificate of accrual on treasury securities” ou CAT’s, criados pela “Salomon Brothers”).

(33) Os “titres d’emprunt subordonnés” (TSDI) são valores mobiliários que, de modo algo similar aos títulos de participação portugueses (Decreto-Lei n.º 321/85, de 5 de Agosto: cf. *infra* § 4), mas emissíveis por empresas privadas, possuem natureza perpétua e são representativos de direitos de crédito subordinados, ou seja, cujo reembolso apenas ocorre no evento de liquidação do emitente e após o pagamento dos demais credores (cf. LANDIER-JUGLAR, Anne/ROO, Nathalie, *TSDI, Dettes ou Fonds Propres? Un Produit Complexe Avantageux*, in: 516 “Revue Banque” (1991), 462-475).

(34) As “stapled stock” ou “actions jumelées” são acções cuja particularidade reside em ligar indissociavelmente as acções de duas ou mais sociedades anónimas para efeitos da respectiva negociação, de tal modo que nenhuma delas pode ser transmitida autonomamente (BORNSCHEID, Jens, *Stapled Stock*, 4 e segs., Peter Lang, Frankfurt am Main, 2006; LAPLANCHE, Renaud/TURCK, Matt, *Le Jumelage d’Actions*, in: 592 “Jurisclasseur Périodique — Édition Générale” (1996), 409-415).

(35) No respeito das balizas gerais do direito das pessoas colectivas, nada parece impedir que uma associação ou uma fundação emitam valores mobiliários, como sucede,

valores mobiliários (v. g., certificados representativos de fracções de unidades de participação em fundos de poupança-reforma: cf. art. 1.º, n.º 5, do Decreto-Lei n.º 158/2002, de 2 de Julho), e assim por diante ⁽³⁶⁾.

Trata-se — é bom sublinhá-lo — de um princípio geral que está longe de ser absoluto ⁽³⁷⁾. Com efeito, semelhante liberdade jurídica e negocial encontrar-se-á sempre balizada pelos apertados limites decorrentes da própria noção legal genérica de valor mobiliário prevista no art. 1.º, al. g), do CVM — o que significa dizer, por outras palavras, que só poderão aspirar aos pergaminhos de um tal “nomen iuris”, enquanto tal sujeitos ao regime do CVM, aqueles instrumentos financeiros atípicos que preenchem plenamente os requisitos ou notas caracterizadoras atrás expostas (documento, representação, homogeneidade e fungibilidade, negociabilidade) —, além, naturalmente, por todos os demais limites decorrentes da lei geral (v. g., em matéria de negociação: cf. arts. 204.º e 205.º, 227.º e segs. do CVM) ou do controlo administrativo da autoridade de supervisão (v. g., em matéria de ofertas públicas: cf. arts. 114.º e segs. do CVM).

4. Modalidades

I. Os valores mobiliários podem revestir diferentes *modalidades*: particularmente relevantes são os *valores titulados e escriturais* (forma de representação) e os *valores nominativos e ao portador* (identificação do titular) ⁽³⁸⁾.

por exemplo, com os “titres associatifs” franceses (cf. REIGNE, Philippe, *Les Valeurs Mobilières Émises par les Associations*, in: 107 “Revue des Sociétés” (1989), 1-37). Sobre as associações e fundações como formas eventuais de organização empresarial, vide ANTUNES, J. Engrácia, *Direito Comercial*, em curso de publicação; noutros quadrantes, vide BARBA, Angelo, *Associazione, Fondazione e Titolarità d’Impresa*, Jovene, Napoli, 1996; KRONKE, Herbert, *Stiftungstypus und Unternehmensträgerstiftung — Eine rechtsvergleichende Untersuchung*, Mohr, Tübingen, 1988.

⁽³⁶⁾ Sobre os valores mobiliários atípicos, vide ainda DAGNINO, Francesco, *Strumenti Ibridi “Partecipativi”*: *Profili Tipologici*, Diss., Palermo, 2003; McCORMICK, Roger/CREAMER, Harriet, *Hybrid Corporate Securities: International Legal Aspects*, Sweet & Maxwell, London, 1987.

⁽³⁷⁾ RIBEIRO, J. Sousa, *Autonomia Privada e Atipicidade dos Valores Mobiliários*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VI, 295-312, Coimbra Editora, 2006.

⁽³⁸⁾ Para além destas tipologias de base legal, seria aqui possível elencar diversas tipologias doutrinárias dos valores mobiliários. Particularmente divulgada é aquela que, de acordo com o critério do seu conteúdo, distingue entre *valores corporativos* (representativos de uma participação social: é o caso das acções), *creditícios* (representativos de direitos de crédito sobre a entidade emitente: é o caso das obrigações) ou *mistos* (representativos de direitos híbridos: é o caso dos títulos de participação, a meio caminho entre as

II. Nos termos dos arts. 46.º e segs. do CVM, os valores mobiliários podem distinguir-se consoante a sua *forma de representação*: fala-se então de valores titulados (representação cartular) e valores escriturais (representação electrónica) ⁽³⁹⁾.

Os *valores titulados*, que correspondem à forma representativa tradicional, são aqueles que são representados em documentos de papel (art. 46.º, n.º 1, do CVM). Tais documentos ou títulos, cuja emissão e entrega ao titular cabe à entidade emitente (art. 95.º do CVM), devem conter um conjunto obrigatório de menções legais (arts. 44.º, n.º 1, als. *a*) e *b*), e 97.º, n.º 1, do CVM) e ser assinados por membro do respectivo órgão de administração (art. 97.º, n.º 2, do CVM), podendo representar uma ou várias unidades da mesma categoria (título múltiplo: cf. art. 98.º do CVM) ou toda a emissão ou série (título global ou “megatítulo”: cf. art. 99.º, n.º 2, al. *b*), do CVM). Os valores titulados são objecto de depósito obrigatório em sistema centralizado sempre que estejam admitidos à negociação em mercado regulamentado (ou, tratando-se de megatítulos, alternativamente em intermediário financeiro) ou depósito facultativo em intermediário financeiro autorizado nos demais casos (art. 99.º do CVM), podendo ainda não ser depositados (sendo então correntemente designados como valores mobiliários “vivos”). Os *valores escriturais* — que, apesar de mais recente, se tornaram já na forma representativa mais divulgada — são aqueles cuja representação se traduz em meros “registos em conta” (art. 46.º, n.º 1, do CVM) ⁽⁴⁰⁾.

acções e obrigações). Outras tipologias conhecidas distinguem entre valores mobiliários públicos e privados (consoante a natureza da entidade emitente), valores mobiliários de curto, médio e longo prazo (consoante o prazo de emissão), etc.

⁽³⁹⁾ Sobre a distinção, a obra de referência é de FERREIRA, A. José, *Valores Mobiliários Escriturais — Um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*, especialmente 101 e segs., Almedina, Coimbra, 1997. Noutros quadrantes, *vide* CASTELLS, A. Recalde, *La Representación de los Valores: Títulos y Anotaciones en Cuenta*, in: AAVV, “Instituciones del Mercado Financiero”, vol. V, 2593-2669, La Ley, Madrid, 1999.

⁽⁴⁰⁾ Esta modalidade representativa teve a sua primeira consagração em Portugal apenas no final da década de 80, com a figura das “acções escriturais” (Decreto-Lei n.º 229-D/88, de 4 de Julho). Manifestação lídima do actual movimento de desmaterialização dos instrumentos e valores juscomerciais, a sua criação apresenta indiscutíveis vantagens em relação às tradicionais acções tituladas — dispensando a necessidade de depósito e movimentação de quantidades incomensuráveis de papel, eliminando os riscos do seu furto, falsificação ou destruição, e permitindo o mais célere e cómodo exercício dos direitos sociais —, embora não seja totalmente isenta de inconvenientes (v. g., fraude informática). Sobre a figura, pelo punho do seu próprio mentor, *vide* JORGE, F. Pessoa, *Acções Escriturais: Projecto de Diploma Legal*, in: 121 “O Direito” (1989), 93-114.

Tais valores mobiliários são objecto de um registo individualizado em conta aberta junto de intermediário financeiro integrado em sistema centralizado, de intermediário financeiro indicado pelo emitente, ou do próprio emitente (arts. 61.º a 64.º do CVM), o qual deve ser efectuado em suporte informático (art. 65.º do CVM) e conter um conjunto de menções legais obrigatórias (arts. 44.º, n.º 1, als. *a*) e *b*), e 68.º, n.º 1, do CVM). O registo destes valores é constitutivo da respectiva existência (art. 73.º do CVM) e as suas diversas vicissitudes jurídicas processam-se igualmente através de movimentos de conta (*v. g.*, exercício de direitos e cumprimento de obrigações, transmissão, bloqueio, liquidação, compensação: cf. arts. 55.º, 56.º, 71.º, 72.º, 74.º e 80.º do CVM).

O regime dos valores titulados e escriturais é bastante complexo, não podendo ser aqui analisado. Entre os seus princípios rectores, merecem saliência os princípios da tipicidade (segundo o qual os valores devem obrigatoriamente revestir uma das duas formas alternativas de representação: cf. art. 46.º, n.º 2, do CVM), da liberdade (segundo o qual o emitente é livre de eleger a forma representativa dos valores emitidos: cf. arts. 48.º a 50.º do CVM) ⁽⁴¹⁾, da unidade (segundo o qual os valores relativos à mesma emissão, ainda que realizada em séries, devem revestir a mesma forma: cf. art. 46.º, n.º 2, do CVM), e da reformabilidade (segundo o qual os valores podem ser objecto de reforma judicial e reconstituição extrajudicial em caso de perda, destruição, ou outros eventos semelhantes, nos termos da lei: cf. art. 51.º, n.ºs 1 a 6, do CVM, arts. 1069.º e segs. do Código de Processo Civil) ⁽⁴²⁾.

III. Nos termos dos arts. 52.º e segs. do CVM, os valores mobiliários podem ainda distinguir-se consoante a *identificabilidade dos respectivos titulares* e conexo regime de circulação — falando-se então em valores nominativos e ao portador ⁽⁴³⁾.

⁽⁴¹⁾ Tal opção, todavia, é reversível: salvo expressa proibição estatutária, é admissível a *conversão* de valores titulados em escriturais e vice-versa (arts. 48.º a 50.º do CVM, arts. 24.º e 25.º do Regulamento CMVM n.º 14/2000, de 10 de Fevereiro).

⁽⁴²⁾ Sobre a reforma dos títulos de crédito, *vide* ANTUNES, J. Engrácia, *Os Títulos de Crédito*, 45 e seg., Coimbra Editora, 2009.

⁽⁴³⁾ Sobre a distinção, embora desactualizadamente, *vide* entre nós SERRA, A. Vaz, *Ações Nominativas e ao Portador*, in: 175/176 “Boletim do Ministério da Justiça” (1968), 5-43 e 11-81: como referem Thierry BONNEAU e France DRUMMOND, “a distinção manteve-se, mas não possui hoje o mesmo significado que anteriormente ao fenómeno da desmaterialização” (*Droit des Marchés Financiers*, 82, Economica, Paris, 2005). Noutros

Os *valores nominativos* são aqueles que permitem ao emitente conhecer a todo o tempo a identidade dos seus titulares: tal identidade consta das inscrições dos registos em conta (no caso dos valores escriturais: cf. arts. 61.º e segs., 85.º, n.º 1, al. c), e 102.º, n.º 1, do CVM) ou das inscrições documentais (no caso dos valores titulados: cf. art. 97.º, n.º 1, al. c), e n.º 3, do CVM) a que a sociedade tem acesso directa ou indirectamente. Os *valores ao portador* são aqueles que não permitem ao emitente identificar os seus titulares: tal anonimato resulta agora fundamentalmente do facto de tais valores (com excepção dos depositados em sistema centralizado) se transmitirem por mera tradição ou entrega do título ao adquirente ou a depositário por este indicado (art. 101.º, n.º 1, do CVM). Entre os princípios rectores do seu regime, salientem-se os princípios da tipicidade — segundo o qual a entidade emitente deve indicar expressamente a modalidade nominativa ou ao portador dos valores emitidos (v. g., art. 272.º, al. d), do Código das Sociedades Comerciais) — e da liberdade — segundo o qual o emitente pode livremente optar pela modalidade nominativa ou ao portador dos valores no momento da sua emissão, sem prejuízo de a modalidade nominativa possuir aqui um carácter supletivo em geral (art. 52.º, n.º 2, do CVM) ou até obrigatório em certas circunstâncias especiais (v. g., art. 299.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais), ou pode decidir posteriormente a conversão da modalidade originária escolhida, ressalvados os limites decorrentes da lei, dos estatutos ou das condições da própria emissão (arts. 53.º e 54.º do CVM).

5. Regime Jurídico

I. Os valores mobiliários — que, além de uma profusão de leis ordinárias e regulamentares avulsas, constituem um dos objectos centrais de um código justamente com o seu nome (o CVM de 1999) — possuem um regime jurídico extremamente vasto e complexo, que não pode aqui ser exaustivamente analisado ⁽⁴⁴⁾. Ainda assim, justifica-se uma singela refe-

quadrantes, com conteúdos nem sempre coincidentes, *vide* LASTRES, J. García-Pita, *Acciones Nominativas y Acciones al Portador*, in: AAVV, “Derecho de Sociedades Anónimas”, vol. I, 583-611, Civitas, Madrid, 1994; VON ROTTENBURG, Franz, *Inhaberaktien und Namensaktien im deutschen und amerikanischen Recht*, Enke, Stuttgart, 1967.

⁽⁴⁴⁾ Para maiores desenvolvimentos, embora nalguns casos com dados do direito pretérito, *vide* CASTRO, C. Osório, *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, 2.ª edição, UCP Editora, Porto, 1998; FERREIRA, A. José, *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, Lisboa, 1997; SILVA, P. Costa, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 2005.

rência aos núcleos temáticos fundamentais desse regime, incluindo a *emissão* dos valores, a *transmissão* dos valores, e os *sistemas de registo e controlo, de negociação e de liquidação* dos valores.

II. Em sentido amplo, a *emissão* de valores mobiliários (“issue”, “Emission”, *émission*”, “*émissionne*”) designa o conjunto de actos jurídicos e materiais destinados à respectiva criação, abrangendo actos dos emitentes (v. g., deliberação ou decisão de emissão, entrega ou registo dos valores), dos intermediários financeiros (v. g., colocação ou distribuição), dos destinatários (“*maxime*”, subscrição pública ou privada) e de outras entidades (v. g., registos na CMVM, registo comercial, etc.) (45). A emissão pode revestir diferentes *modalidades*, falando-se então de emissões singulares ou colectivas (consoante da iniciativa de um ou vários emitentes), públicas ou particulares (consoante dirigida a destinatários indeterminados ou apenas a certos destinatários), instantâneas, em série e contínuas (consoante os valores são emitidos de uma só vez, em vários momentos e tranches predeterminados, ou ao longo de um determinado período temporal), e assim por diante.

Aspecto central é que toda a emissão de valores mobiliários está sujeita a um *registo de emissão* junto da entidade emitente (art. 43.º do CVM): este registo, que possui um extenso conteúdo obrigatório (art. 44.º do CVM) e deve obedecer a modelo próprio (Portaria n.º 290/2000, de 25 de Maio), visa essencialmente assegurar o controlo quantitativo e qualitativo da emissão (46). Além disso, ao lado deste regime geral, deve ainda

(45) Num sentido estrito, a emissão designa a criação dos próprios valores mobiliários, ou seja, o acto perficiente do processo de emissão e constitutivo da génese dos valores (arts. 73.º e 95.º do CVM). Sobre a figura, *vide* CÂMARA, Paulo, *Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, 201-241, Lex, Lisboa, 1997; PIRES, F. Almeida, *Emissão de Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1999; noutros quadrantes, *vide* EKKENGA, Jens/MAAS, Heyo, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Erich Schmidt, Berlin, 2006; FENGHI, Francesco, *Emissione di Valori Mobiliari*, in: 28 “Rivista delle Società” (1983), 478-503; GONZALEZ, J. Munguira, *Régimen sobre Emisiones*, in: AAVV, “Instituciones del Mercado Financiero”, vol. V, 3061-3103, La Ley, Madrid, 1999; TRÉBULLE, François-Guy, *L’Émission des Valeurs Mobilières*, Economica, Paris, 2002.

(46) *A conta de emissão* (art. 44.º do CVM), que é aberta junto do emitente e tem por objecto a identificação dos valores emitidos no seu conjunto, não se confunde com as *contas de registo individualizado* (art. 68.º do CVM), que são abertas primordialmente junto de intermediários financeiros autorizados e têm por objecto a titularidade individual dos valores, nem com as *contas de controlo* (art. 91.º, n.º 1, als. *b*) e *c*), do CVM), que correspondem a contas globais abertas na sociedade gestora do sistema centralizado de valo-

atentar-se na existência de determinados *processos genéticos especiais*: se bem que todos os valores mobiliários disponham de regras particulares de emissão, alguns deles estão sujeitos a processos “*sui generis*” de emissão (é o caso das unidades de participação: cf. art. 1.º, al. *d*), do CVM) e outros até não são sequer fruto de qualquer emissão propriamente dita (é o caso dos direitos destacáveis: cf. arts. 1.º, al. *f*), e 43.º, n.º 1, “*in fine*”, do CVM). Finalmente, urge não confundir a emissão com a *subscrição* dos valores mobiliários (“*underwriting*”, “*souscription*”, “*sottoscrizione*”), a qual constitui tão-somente uma das suas etapas terminais: trata-se, no fundo, das declarações jurídicas de aceitação por parte dos investidores ou destinatários, no âmbito do processo de aquisição originária dos valores mobiliários (47).

III. Aspecto igualmente relevante é o da *transmissão* dos valores mobiliários (“*transfer*”, “*Übertragung*”, “*transmission*”, “*trasferimento*”) (48). O regime legal pode ser descrito à luz de uma distinção fundamental entre dois tipos ou segmentos transmissivos: as transmissões dentro e fora do sistema centralizado (49).

res mobiliários e visam reproduzir as contas de emissão e titularidade. Cf. VEIGA, A. Brandão, *Sistemas de Controlo de Valores no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in: 7 “*Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*” (2000), 105-128.

(47) A subscrição pode, ela própria, revestir diferentes modalidades, distinguindo-se entre subscrição pública ou particular (consoante dirigida a destinatários indeterminados ou não: cf. arts. 109.º e 110.º do CVM), subscrição directa ou indirecta (consoante realizada directamente pelo emitente ou através de intermediário financeiro: cf. GOMES, Fátima, *Subscrição Indirecta e Tomada Firme*, in: VIII “*Direito e Justiça*” (1994), 201-292), etc. Além disso, advirta-se que a simetria entre emissão e subscrição não é absoluta: pode existir emissão sem subscrição (v. g., no caso de aumentos de capital por incorporação de reservas: cf. art. 92.º do Código das Sociedades Comerciais) e, inversamente, subscrição sem emissão (v. g., no caso da chamada subscrição incompleta: cf. art. 161.º do CVM).

(48) Sobre a figura, vide SILVA, P. Costa, *A Transmissão dos Valores Mobiliários Fora do Mercado Secundário*, in: AAVV, “*Direito dos Valores Mobiliários*”, vol. I, 217-252, Coimbra Editora, 1999; VEIGA, A. Brandão, *Transmissão de Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2004. Noutros quadrantes, sob diferentes ângulos, vide CIAN, Marco, *Titoli Dematerializzati e Circolazione Cartolare*, Giuffrè, Milano, 2001; GOUTAY, Philippe, *Le Transfert de Propriété des Titres Cotés*, Diss., Paris, 1997; GUTTMAN, Egon, *Modern Securities Transfers*, 4th edition, West Group, St. Paul, 2006; PARRA, A. Madrid, *La Transmisión de Valores*, in: I “*Derecho de los Negocios*” (1992), 90-96.

(49) Para além destes, seria ainda possível falar de um terceiro sistema ou modelo transmissivo residual, exclusivo das ações e relativo às chamadas transmissões potestativas, efectuadas ao abrigo da “*aquisição e alienação potestativa*” (arts. 194.º a 197.º do CVM)

As *transmissões dentro do sistema*, por vezes impropriamente designadas na gíria “transmissões em bolsa”, dizem respeito aos valores mobiliários integrados no sistema centralizado (arts. 88.º e segs. do CVM), seja obrigatória (valores escriturais e titulados admitidos à negociação em mercado regulamentado: cf. arts. 62.º e 99.º, n.º 2, al. *a*), do CVM), alternativa (no caso do megatítulo: cf. art. 99.º, n.º 2, al. *b*), do CVM) ou voluntariamente (por iniciativa dos titulares: cf. arts. 61.º, al. *a*), e 99.º, n.º 1, al. *b*), do CVM): todos estes valores transmitem-se pelo registo na conta do adquirente (arts. 80.º, n.º 1, e 105.º do CVM). As *transmissões fora do sistema*, também chamadas transmissões individualizadas, dizem respeito a todos os demais valores mobiliários, abrangendo assim os valores escriturais registados em intermediário financeiro não integrado ou no emitente (arts. 63.º e 64.º do CVM), os valores titulados depositados em intermediário financeiro autorizado (art. 99.º, n.º 1, al. *a*), e n.º 2, al. *b*), do CVM), e os valores titulados não depositados. Neste último caso, haverá que distinguir consoante a modalidade dos valores em causa: os valores titulados nominativos transmitem-se por declaração de transmissão a favor do adquirente, seguida de registo junto da sociedade emitente (art. 102.º, n.ºs 1 e 5, do CVM), os valores titulados ao portador depositados transmitem-se por registo na conta do depositário (art. 101.º, n.º 2, do CVM), os valores titulados ao portador não depositados transmitem-se por mera entrega do título ao adquirente (art. 101.º, n.º 1, do CVM), e todos os valores escriturais (sejam nominativos ou ao portador) transmitem-se pelo registo na conta do adquirente (art. 80.º, n.º 1, do CVM) ⁽⁵⁰⁾.

O regime transmissivo é vasto e complexo — envolvendo múltiplos aspectos que aqui não podem ser abordados. Pense-se, apenas a título de

e da “aquisição tendente ao domínio total” (art. 490.º do Código das Sociedades Comerciais). Sobre estas figuras, *vide* ANTUNES, J. Engrácia, *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*, Coimbra Editora, 2000.

⁽⁵⁰⁾ É ostensivo o relevo crucial do registo no regime de transmissão dos valores mobiliários: com efeito, independentemente do contexto transmissivo (dentro ou fora do sistema) ou da modalidade dos valores (titulada ou escritural, nominativa ou ao portador), apenas se prescinde dele na transmissão dos valores titulados ao portador não depositados (sobre o relevo, efeitos, natureza jurídica e vícios do registo, *vide* ALMEIDA, C. Ferreira, *Registo de Valores Mobiliários*, especialmente 94 e segs., in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VI, 51-138, Almedina, Coimbra, 2006). Salientando ainda a progressiva autonomia entre transmissão e formas de representação, *vide* VIDAL, Isabel, *Da (Ir)relevância da Forma de Representação para Efeitos da Transmissão de Valores Mobiliários*, especialmente 301 e segs., in: 15 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2002), 287-316.

exemplo, na existência de outras *modalidades transmissivas* — v. g., transmissões “inter vivos” ou “mortis causa” (arts. 101.º, n.º 3, e 102.º, n.º 3, do CVM), transmissões definitivas e temporárias (v. g., reporte, empréstimo) ⁽⁵¹⁾, transmissões onerosas e gratuitas (v. g., doação) ⁽⁵²⁾ —, na problemática das *causas transmissivas* — que, reconduzindo-se usualmente ao contrato de compra e venda (art. 463.º, n.º 5, do Código Comercial) ⁽⁵³⁾, abrangem ainda toda uma panóplia de outros factos translativos especiais, sejam negociais (v. g., mútuo: cf. art. 291.º, al. b), do CVM), judiciais (penhora de valores mobiliários: cf. art. 82.º do CVM e art. 857.º do Código de Processo Civil) ou sucessórios ⁽⁵⁴⁾ —, na determinação dos *efeitos transmissivos* — com relevo para a transferência da titularidade jusmobiliária (mormente, a natureza constitutiva ou declarativa do registo: cf. arts. 74.º, n.º 1, e 80.º, n.º 1, do CVM), da legitimação jusmobiliária activa e passiva (arts. 55.º e 56.º do CVM) e do risco (arts. 408.º, n.º 1, e 796.º do Código Civil) ⁽⁵⁵⁾ —, ou ainda na existência de processos especiais de *transmissão massificada* — como é o caso das celebérrimas ofertas públicas de aquisição, de venda e de troca (arts. 173.º e segs. do CVM).

IV. A encerrar, não poderia faltar uma referência final às travessuras do próprio mercado de valores mobiliários, a saber, o sistema centralizado de registo e controlo, o sistema de negociação, e os sistemas de liquidação e compensação.

O *sistema centralizado de registo e controlo* (“global custody”), previsto e regulado nos arts. 88.º e segs. do CVM, consiste no conjunto de entidades e regras relativas à formação, interrelação e movimentação de con-

⁽⁵¹⁾ LUCAS, François-Xavier, *Les Transfers Temporaires de Valeurs Mobilières*, LGDJ, Paris, 1997.

⁽⁵²⁾ KENEL, Philippe/GAEVERT, Katia, *La Donation de Valeurs Mobilières: Outil de Planification Succésorale*, Larcier, Paris, 2006.

⁽⁵³⁾ SILVA, P. Costa, *Compra, Venda e Troca de Valores Mobiliários*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, 243-266, Lex, Lisboa, 1997.

⁽⁵⁴⁾ Questão particularmente interessante é a que diz respeito à relevância da causa no plano da transmissão dos valores mobiliários: para um exercício de reflexão a propósito do valor mobiliário por excelência, vide ALMEIDA, C. Pereira, *Da Relevância da Causa na Circulação das Acções das Sociedades Anónimas fora do Mercado Regulamentado*, Coimbra Editora, 2007.

⁽⁵⁵⁾ Sobre a questão da natureza constitutiva ou declarativa do registo, vide ALMEIDA, C. Ferreira, *Registo de Valores Mobiliários*, 101 e segs., in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VI, 51-138, Almedina, Coimbra, 2006.

tas interligadas (“maxime”, contas de registo da emissão, contas de registo individualizado, e respectivas contas de controlo) através das quais se processa a constituição e transacção dos valores mobiliários aí integrados, com vista a assegurar o controlo da quantidade dos valores em circulação ⁽⁵⁶⁾. O *sistema de negociação* (“trading”) consiste no conjunto de entidades e regras relativas às formas organizadas de negociação (mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral, internalização sistemática: cf. arts. 198.º e segs. do CVM) ⁽⁵⁷⁾ e à celebração de negócios jurídicos destinados à constituição ou transmissão de valores mobiliários (mormente, a emissão e execução das ordens: cf. arts. 325.º e segs. do CVM) ⁽⁵⁸⁾. Enfim, os *sistemas de liquidação* (“settlement”) e *compensação* (“clearing”), previstos nos arts. 258.º e segs. do CVM, consistem no conjunto de entidades e regras relativas às transferências dos valores mobiliários para os transmissários (liquidação física) e do dinheiro para os transmitentes (liquidação financeira) e ao apuramento das posições líquidas dos participantes no sistema de liquidação ⁽⁵⁹⁾.

⁽⁵⁶⁾ No plano nacional, a entidade gestora é a “INTERBOLSA — Sociedade Gestora de Sistemas de Liquidação e de Sistemas Centralizados de Valores Mobiliários, S.A.” (cf. ainda os arts. 45.º e segs. do Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de Outubro, e o Regulamento CMVM n.º 4/2007, de 5 de Novembro). No panorama internacional, entre as entidades de custódia global, destaca-se a “EUROCLEAR”: cf. ainda BENJAMIN, Joanna/YATES, Madeleine, *The Law of Global Custody*, Tottel, London, 2002.

⁽⁵⁷⁾ Sobre os sujeitos e o regime de funcionamento dos mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral, *vide* ainda os arts. 4.º e segs. do Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de Outubro, e os Regulamentos CMVM n.º 3/2007 e n.º 4/2007, ambos de 5 de Novembro.

⁽⁵⁸⁾ Sobre os sistemas de negociação, *vide* PEREIRA, C. Dias, *Internalização Sistemática — Subsídios para o Estudo de uma Nova Forma Organizada de Negociação*, in: 27 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2007), 150-160; SOARES, António, *Negociação, Liquidação e Compensação de Operações sobre Valores Mobiliários*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, 311-331, Lex, Lisboa, 1997.

⁽⁵⁹⁾ Sobre os sistemas de liquidação e compensação, bem assim como os serviços de contraparte central, *vide* ainda os arts. 42.º e segs. do Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de Outubro, e os Regulamentos CMVM n.º 4/2007 e n.º 5/2007, ambos de 5 de Novembro. Cf. ainda, para além da bibliografia da nota anterior, BALIU, P. Kirchner, *El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*, in: AAVV, “Instituciones del Mercado Financiero”, vol. VII, 4437-3364, La Ley, Madrid, 1999; BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas, *Die Zukunft des Clearing und Settlement*, De Gruyter Recht, Berlin, 2006; LOADER, David, *Clearing, Settlement and Custody*, Butterworths-Heinemann, Oxford, 2002.

§ 2. ACÇÕES

I. As acções (“shares”, “Aktien”, “actions”, “azioni”) são valores mobiliários, emitidos por sociedades anónimas, representativos da participação social do accionista ⁽⁶⁰⁾.

II. Antes do mais, convém advertir que o termo “acção” constitui um vocábulo polissémico, sendo utilizado tradicionalmente pela lei, doutrina e jurisprudência em três sentidos diferentes.

Desde logo, por acção entende-se a *participação social* ou “socialidade”, ou seja, o conjunto unitário de direitos e obrigações (mas também ónus, expectativas, faculdades, e sujeições) de que uma pessoa singular ou colectiva é titular na sua qualidade de sócio de uma sociedade anónima (v. g., arts. 272.º, al. a), 276.º, 302.º do Código das Sociedades Comerciais). Outras vezes, fala-se de acção para designar cada *fracção do capital social* das sociedades anónimas e comanditárias por acções: esta acepção transparece exemplarmente do art. 271.º do Código das Sociedades Comerciais, segundo o qual “na sociedade anónima, o capital está dividido em acções” (cf. também os arts. 272.º, al. a), 276.º e 465.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais). Finalmente, o termo acção é também frequentemente usado para designar a particular *forma de representação* da participação social, abrangendo simultaneamente a representação cartular (título ou documento de papel) e escritural (registo em conta em suporte informático) (v. g., arts. 274.º, 301.º, 304.º do Código das Sociedades Comerciais) ⁽⁶¹⁾.

⁽⁶⁰⁾ Sobre as acções em geral, vide LABAREDA, João, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, AAFDL, Lisboa, 1988; enquanto valores mobiliários, vide ASCENSÃO, J. Oliveira, *As Acções*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. II, 57-90, Coimbra Editora, 2000; MARTINS, A. Soveral, *Valores Mobiliários (Acções)*, Almedina, Coimbra, 2003. Noutros quadrantes, vide DIOS, G. Muñoz, *La Acción como Valor Negociable*, in: 2 “La Ley” (1992), 1063-1080; LE NABASQUE, Henri, *Les Actions comme Titres de Créances Negotiables*, in: “Mélanges en l’Honneur de Yves Guyon”, 671-688, Dalloz, Paris, 2003; SIGNORELLI, Fabio, *Azioni, Obbligazioni e Strumenti Finanziari Partecipativi*, 7 e segs., Giuffrè, Milano, 2006. As acções são também emitidas pelas sociedades em comandita por acções, as quais, todavia, em virtude da sua importância prática residual, não serão objecto da nossa atenção.

⁽⁶¹⁾ Cinhada há bem mais de um século por Achille RENAUD, pode dizer-se que esta triplíce dimensão semântica — que distingue entre a dimensão societária (“Aktienrecht”), capitalística (“Aktienquote”) e representativa (“Aktienurkunde”) da acção (*Das Recht der*

Mas as acções foram ganhando progressivamente um quarto e importantíssimo significado — justamente acolhido no art. 1.º, al. a), do CVM: o de “*produto financeiro*”, ou seja, de instrumento financeiro negociável no mercado de capitais⁽⁶²⁾. Com efeito, a sociedade anónima constitui hoje um mecanismo fundamental de financiamento da grande empresa moderna com o capital aberto ao público investidor (“public corporation”): graças a ela, as grandes empresas sucedem a financiar-se directamente junto de uma miríade de pequenos aforradores ou investidores que estão dispostos a aplicar as suas poupanças subscrevendo o respectivo capital social no momento da sua emissão (mercado primário) ou negociando-o em momento posterior (mercado secundário)⁽⁶³⁾. Ao colocar em contacto agentes excedentários (aforradores) e deficitários (empresas) e ao transformar capital de poupança (curto prazo) em capital empresarial (longo prazo), pode dizer-se que as acções das sociedades anónimas estão hoje realmente em pleno epicentro do mercado de capitais. Ora, este novo significado ou dimensão da acção é prenhe de implicações: entre outras consequências, tal significa dizer que os pequenos accionistas, mais do que simplesmente sócios de uma sociedade e titulares nesta de uma “participação social” (regida pelo Código das Sociedades Comerciais), corresponderão, no comum dos casos, a meros financiadores de uma empresa e titulares de um “produto financeiro” dotado de uma regulação própria (regido pelo CVM)⁽⁶⁴⁾.

III. As acções são valores mobiliários que representam uma *participação social* ou “socialidade” (“Mitgliedschaft”, “membership”, “social-

Actiengesellschaft, 90, 2. Aufl., Tauchnitz, Leipzig, 1875) — resistiu à erosão do tempo, permanecendo ainda hoje operacionalmente útil. Sobre ela, entre muitos outros, e com quase cem anos de intervalo, vide GONÇALVES, L. Cunha, *Comentário ao Código Comercial Português*, vol. I, 379, Ed. José de Bastos, Lisboa, 1916; ASCENSÃO, J. Oliveira, *As Acções*, 61 e segs., in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. II, 57-90, Coimbra Editora, 2000.

(62) KÜBLER, Friedrich, *Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, C. Heymanns, Köln, 1989.

(63) Como é evidente, a sociedade anónima é um tipo social elástico, podendo ser também utilizado por empresas de pequena dimensão, familiares ou fechadas, com um número reduzido de sócios (“private corporations”). Sobre as sociedades anónimas abertas, vide ALMEIDA, A. Pereira, *Sociedades Abertas*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VI, 9-49, Coimbra Editora, 2006; sobre as sociedades anónimas fechadas, GONZÁLEZ, A. Viera, *Las Sociedades de Capital Cerradas*, Aranzadi, Pamplona, 2002.

(64) Sobre as acções como “produto financeiro”, vide CASTRO, C. Osório, *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, 73 e segs., 2.ª edição, UCP Editora, Porto, 1998.

lité”): tal significa dizer que investem o accionista num conjunto unitário de direitos, obrigações e outras posições jurídicas (ónus, expectativas, faculdades, sujeições) em face da sociedade anónima emitente. Ora, tomando justamente por referência os direitos e deveres inerentes às acções, é possível dividir estas em acções ordinárias e acções especiais⁽⁶⁵⁾.

As *acções ordinárias* investem o respectivo titular nos direitos e obrigações comuns ou ordinários inerentes à qualidade de accionista: trata-se, no fundo, daquele acervo de direitos e deveres, de natureza patrimonial (v. g., direito aos lucros, obrigação de entrada) e organizativa (v. g., direito de voto, direito à informação, etc.), que a lei atribui, imperativa ou supletivamente, às acções em geral (genericamente referidos nos arts. 20.º e segs., 285.º e segs. do Código das Sociedades Comerciais)⁽⁶⁶⁾. As *acções especiais*, por vezes impropriamente designadas “acções privilegiadas”⁽⁶⁷⁾, designam aquelas acções que, pertencentes a uma determinada “categoria”, conferem ao seu titular determinados direitos e/ou obrigações especiais nos termos previstos nos estatutos sociais⁽⁶⁸⁾: tais acções podem consis-

(65) A doutrina portuguesa fala aqui frequentemente de acções ordinárias e acções privilegiadas (ou preferenciais), embora tal terminologia se afigure imprecisa: como veremos, as acções especiais tanto podem atribuir direitos como deveres especiais (podendo assim revestir natureza privilegiada ou diminuída), além de que expressão homónima é utilizada pelo legislador para designar um dos vários tipos legais de acções especiais (“acções preferenciais sem voto”: cf. arts. 341.º e segs. do Código das Sociedades Comerciais).

(66) Sobre estes direitos e deveres gerais, que constituem o conteúdo típico da participação social, vide MARTINS, A. Soveral/RAMOS, M. Elisabete, *As Participações Sociais*, in: AAVV, “Estudos de Direito das Sociedades”, 131-171, 9.ª edição, Almedina, Coimbra, 2008; VASCONCELOS, P. Pais, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2005. Para maiores desenvolvimentos, vide HABERSACK, Mathias, *Die Mitgliedschaft – subjektives und ‘sonstiges’ Recht*, Mohr, Tübingen, 1996; RIVOLTA, G. Carlo, *La Partecipazione Sociale*, Giuffrè, Milano, 1965.

(67) TELLES, I. Galvão, *Acções Privilegiadas*, in: 87 “O Direito” (1955), 302-323. Tal nomenclatura tradicional deve hoje considerar-se ultrapassada, uma vez que apenas se reporta, na verdade, a um sector da realidade geral objecto de análise: como justamente veremos já em seguida, a especialidade das acções não ordinárias tanto poderá consistir, do ponto de vista dos seus titulares, na atribuição de um privilégio como na sua privação.

(68) As acções especiais têm a sua base na figura fundamental de *categoria de acções* (“Aktiengattungen”, “catégorie d’actions”, “categoria d’azioni”), acolhida nos art. 45.º do CVM e art. 302.º do Código das Sociedades Comerciais, bem assim como no conceito de *direitos especiais*, previsto e regulado no art. 24.º do Código das Sociedades Comerciais. Sobre estas figuras, vide entre nós CASTRO, C. Osório, *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, 87 e segs., 2.ª edição, UCP Editora, Porto, 1998; noutros quadrantes, MOYANO, B. Peñas, *Las Clases de Acciones como Instrumentos Financieros en los Derechos de Sociedades Bri-*

tir em acções privilegiadas — v. g., atributivas de um direito majorado ao dividendo ou quota de liquidação (art. 302.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais) — ou acções diminuídas — v. g., impondo um dever especial de efectuar prestações acessórias além das entradas (art. 287.º do Código das Sociedades Comerciais) —, e tanto podem corresponder a modalidades típicas, previstas directamente pelo legislador — é o caso das acções preferenciais sem voto (arts. 341.º e segs. do Código das Sociedades Comerciais), das acções preferenciais remíveis e das acções de fruição (arts. 345.º e 346.º do Código das Sociedades Comerciais) — como frequentemente a modalidades atípicas, resultantes da pura criatividade dos sócios — é o caso das chamadas “tracking stocks”, acções que atribuem aos respectivos titulares uma participação especial nos lucros ou “performance” de um sector económico ou funcional particular de uma empresa pluri- ou unissocietária (v. g., o negócio de “internet” ou cabo numa empresa de telecomunicações) (69). O regime jurídico das acções especiais é complexo: entre uma enorme variedade de aspectos que aqui não podem ser analisados, sublinhe-se singelamente que as categorias especiais de acções devem constar expressamente dos *estatutos sociais* (art. 272.º, al. c), do Código das Sociedades Comerciais) e que as posições jurídico-societárias especiais que incorporam são *apanágio da própria categoria*, e não dos

tánico y Estadounidense, Aranzadi, Pamplona, 2008; POLTE, Marcel, *Aktiengattungen*, Peter Lang, Frankfurt am Main, 2005. Com as chamadas acções especiais não se confundem as *partes de fundador*, por vezes impropriamente designadas “acções beneficiárias”, consistentes em privilégios especiais atribuídos estatutariamente aos accionistas fundadores como recompensa pelo papel desempenhado na constituição da sociedade (arts. 16.º, n.º 1, 19.º, n.º 4, e 279.º, n.º 6, al. b), e n.º 8 do Código das Sociedades Comerciais): tais partes não integram o capital social (traduzindo-se usualmente em meras participações nos lucros sociais) e não consubstanciam qualquer participação social (sendo assim independentes do “status socii”, mantendo-se mesmo após a saída do accionista). Cf. SAN PEDRO, L. Velasco, *Las Ventajas de Fundadores y Promotores en la Sociedad Anónima*, in: “Estudios Jurídicos en Homenaje al Professor Aurelio Menéndez”, tomo II, 2625-2648, Civitas, Madrid, 1996.

(69) Sobre a figura, vide TONNER, Martin, *Tracking Stocks*, Carl Heymanns, Köln, 2002. Saliente-se que vigora um “*numerus apertus*” de acções especiais (cf. também o art. 302.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais). Tal significa designadamente que, além de direitos e obrigações, as acções especiais podem ter por base outras *posições jurídico-societariamente atípicas*: assim, poderá constituir uma categoria de acções aquela que sujeita os seus titulares a determinadas limitações em matéria de transmissibilidade (v. g., consentimento da sociedade, preferência dos demais accionistas) ou, inversamente, aquela que concede aos seus titulares uma isenção especial a blindagens estatutárias em matéria de transmissão.

accionistas individualmente considerados, sendo assim insusceptíveis de transmissão autónoma em face das acções da respectiva categoria (art. 24.º, n.º 4, do Código das Sociedades Comerciais) (70).

IV. As acções são valores mobiliários sujeitos a um percurso vital, que vai desde o seu nascimento (*emissão*), passando por diversas vicissitudes (*titularidade, transmissão, oneração, execução*), até ao seu desaparecimento (*extinção*).

A *emissão* de acções tem usualmente a sua origem remota na *constituição da sociedade*, através da outorga do acto constitutivo social (art. 7.º do Código das Sociedades Comerciais), ou no *aumento do seu capital social*, através da subscrição de novas acções (aumento por novas entradas: cf. arts. 87.º e segs. do Código das Sociedades Comerciais) (71). As acções, enquanto fracções do capital da sociedade anónima (art. 271.º do CSC), possuem um *valor nominal* igual entre si (que não pode ser inferior a 1 cêntimo: cf. art. 276.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais): sublinhe-se que o valor nominal ou “facial” da acção não se confunde com o seu valor de mercado (“cotação”) — que é o preço da acção resultante do encontro entre procura e oferta no mercado bolsista (falando-se assim em “capitalização bolsista” para designar o valor que o mercado atribui à empresa societária, consistente no produto do número total das acções pela respectiva cotação) — nem com o seu valor contabilístico — que é o valor resultante da divisão do montante do capital próprio pelo número de acções emitidas. Além disso, as acções são *subscritas* mediante entradas em dinheiro ou bens (art. 277.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais) — podendo o valor dessa subscrição ser superior ou igual, mas

(70) Para além desta distinção (acções ordinárias e especiais), as acções podem ser também objecto de outras classificações: é o caso da distinção entre *acções tituladas e escriturais*, assente no critério da forma de representação (arts. 41.º a 56.º do CVM), e entre *acções nominativas e ao portador*, assente no critério da identificabilidade dos seus titulares (arts. 272.º, al. d), 299.º e 301.º do Código das Sociedades Comerciais, arts. 52.º a 54.º do CVM). Sobre a noção e o regime legal destas modalidades, já atrás estudados a propósito dos valores mobiliários em geral, *vide supra* § 1, 4.

(71) Mais raramente, essa emissão pode ocorrer no contexto de determinadas operações de reorganização societária, tais como nos casos de fusão-constituição ou fusão-incorporação (seguida de aumento de capital da sociedade incorporante), de cisão-simples ou cisão-fusão, e ainda de transformação novatória de outra sociedade numa sociedade anónima. Cf. ESPINOSA, F. Alonso, *Emisión de Acciones*, in: AAVV, “Instituciones del Mercado Financiero”, vol. VII, 4105-4160, La Ley, Madrid, 1999.

jamais inferior, ao seu valor nominal (proibição de emissão “abaixo do par”: cf. art. 298.º do Código das Sociedades Comerciais) — e são absolutamente *indivisíveis* (art. 276.º, n.º 4, do Código das Sociedades Comerciais) — vedando-se assim o fraccionamento de uma acção em duas ou mais acções (“stock split”) fora do quadro da correspondente alteração estatutária (v. g., uma acção de valor nominal de 10 euros não pode ser dividida “ad libitum” em duas de 5 euros cada) (72). Aspecto relevante é o da *cisão* entre a acção-participação social e a acção-valor mobiliário para efeitos da respectiva emissão: ao passo que a qualidade de accionista surge imediatamente com o registo do contrato social ou a deliberação do aumento de capital (arts. 5.º, 88.º e 274.º do Código das Sociedades Comerciais), a emissão da acção como valor mobiliário apenas ocorre posteriormente com a criação e entrega do título (acções tituladas: cf. art. 95.º do CVM) ou o registo em conta do respectivo titular (acções escriturais: cf. art. 73.º, n.º 1, do CVM) (cf. ainda art. 47.º do CVM) (73). Enfim, para o caso específico das acções tituladas, deve ainda ter-se presente que a sociedade poderá emitir *títulos provisórios nominativos* ou *cautelas* (“Zwischenscheine”) (art. 304.º, n.º 1, do CSC, art. 96.º do CVM) — que não se confundem com os documentos de quitação da subscrição das acções (art. 304.º, n.º 8, do Código das Sociedades Comerciais) e que substituem, para todos efeitos, os títulos definitivos (art. 304.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais) —, estando obrigada a emitir as acções e a entregá-las aos accionistas no prazo máximo de 6 meses a contar da data da constituição social ou aumento de capital (art. 304.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais).

As acções são valores mobiliários cuja *titularidade* pode, em princípio, caber a qualquer pessoa singular ou colectiva, de direito privado ou

(72) Com esta característica (“indivisibilidade”) não se podem confundir as situações de cindibilidade — que respeitam à possibilidade do destaque e autonomização dos direitos sociais inerentes à acção (cf. arts. 1.º, al. f), e 55.º, n.º 3, do CVM) —, de contitularidade — relativa a acções que pertencem em compropriedade a várias pessoas (arts. 7.º, n.º 3, e 303.º do Código das Sociedades Comerciais, art. 57.º do CVM) —, e de concentração — que respeita à unificação documental de uma pluralidade de acções tituladas (art. 98.º do CVM).

(73) Questão complexa, sobre a qual aqui não tomaremos posição, é a de saber se e em que termos a acção-participação social poderá ser objecto de negociação antes do nascimento do valor mobiliário: sobre a questão, vide TORRES, N. Pinheiro, *Da Transmissão de Participações Sociais não Tituladas*, especialmente 60 e segs., 79 e segs., UCP, Porto, 1999. Para outras facetas da autonomia das dimensões societária e representativa das acções, vide STAUFFER, Emmanuel, *L'Actionnaire Sans Titre — Ses Droits*, Georg, Genève, 1977.

público, nacional ou estrangeira ⁽⁷⁴⁾. Semelhante titularidade accionista pode revestir uma pluralidade de tonalidades específicas ⁽⁷⁵⁾: pode assim falar-se de *titularidade simples* ou *contitularidade* (consoante as acções têm apenas um único titular ou vários contitulares: cf. arts. 7.º, n.º 3, e 303.º do Código das Sociedades Comerciais, arts. 57.º e 68.º, n.º 1, al. *a*), do CVM), de *titularidade originária* ou *superveniente* (consoante resulte de subscrição no momento da respectiva emissão ou de posterior transmissão “inter vivos” ou “mortis causa”), de *titularidade directa* ou *indirecta* (consoante se trate de uma titularidade jurídico-formal em nome próprio ou antes uma titularidade fáctico-material obtida por intermédio de terceiros: cf. art. 483.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais, arts. 20.º e 20.º-A do CVM), ou ainda de *heterotitularidade* ou *autotitularidade* (consoante as acções são detidas por terceiros ou pela própria sociedade, originando as chamadas acções próprias: cf. arts. 316.º a 325.º-B do Código das Sociedades Comerciais) ⁽⁷⁶⁾.

⁽⁷⁴⁾ Do mesmo modo, para efeitos da lei jusmobiliária portuguesa, deve considerar-se indiferente se as acções são emitidas por uma sociedade anónima ou em comandita por acções com sede em Portugal ou no estrangeiro, conquanto sejam passíveis de negociação no mercado de capitais português (cf. ainda arts. 13.º, n.º 1, als. *b*) a *d*), 227.º e segs. do CVM). Sobre o ponto, *vide* também HIRTE, Heribert/MÖLLERS, Thomas (Hrsg.), *Kölnner Kommentar zum WpHG*, 84, Carl Heymanns, Köln, 2007.

⁽⁷⁵⁾ Falamos das dimensões jurídico-positivas e individuais da titularidade, sem prejuízo de outras aceções. Assim, num plano macrojurídico, é frequentemente referida na doutrina a distinção entre *titularidade dispersa e concentrada*, cujo critério classificatório assenta na propriedade e controlo da grande sociedade anónima: a titularidade dispersa, típica das sociedades norte-americanas, caracteriza-se por uma enorme dispersão do capital social pelo público investidor, e a titularidade concentrada, que se encontra mais comumente nas sociedades europeias, caracteriza-se pela concentração da maioria do capital (ou, pelo menos, do seu controlo) nas mãos de grupos coesos e activos de accionistas (cf. ANTUNES, J. Engrácia, “*Law & Economics*” *Perspectives of Portuguese Corporation Law — System and Current Developments*, 334, in: II “*European Company and Financial Law Review*” (2005), 323-377).

⁽⁷⁶⁾ Sublinhe-se ainda que nas acções, enquanto valores mobiliários, existe uma distinção entre titularidade e *legitimação*: a posse do título (art. 104.º, n.º 1, do CVM) ou o registo em conta (arts. 74.º, 78.º, 80.º e 105.º do CVM) é, em princípio, condição necessária e suficiente para o exercício dos direitos relativos às acções (legitimidade activa: art. 55.º do CVM) e para o cumprimento liberatório por parte da sociedade (legitimidade passiva: art. 56.º do CVM). Sobre a protecção dos terceiros de boa-fé (art. 58.º do CVM), embora no quadro do direito pretérito, *vide* SILVA, P. Costa, *Efeitos do Registo e Valores Mobiliários. A Protecção Conferida ao Terceiro Adquirente*, in: 58 “*Revista da Ordem dos Advogados*” (1998), 859-874.

As acções são ainda valores mobiliários passíveis de *transmissão* ⁽⁷⁷⁾. As acções são, em princípio, livremente negociáveis ou transmissíveis (art. 328.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais): este *princípio geral de liberdade* pode, todavia, sofrer limitações legais — por exemplo, em sede de acções próprias (v. g., art. 317.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais), de acções reciprocamente detidas (v. g., art. 485.º do Código das Sociedades Comerciais) — ou limitações estatutárias — exclusivamente no caso das acções nominativas, através das chamadas cláusulas de consentimento, de preferência, e de condicionamento de transmissão (art. 328.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais) ⁽⁷⁸⁾. O *regime* da transmissão das acções foi já atrás descrito: no essencial, as acções escriturais e as acções tituladas em sistema centralizado transmitem-se por meros registos em conta (arts. 80.º e 105.º do CVM), sendo que, fora do sistema, as acções tituladas nominativas se transmitem por endosso nominal e registo no emitente (art. 102.º, n.º 1, do CVM) e as acções tituladas ao portador se transmitem por constituto possessório (encontrando-se depositadas: cf. art. 101.º, n.º 2, do CVM) ou entrega material (no caso inverso: cf. art. 101.º, n.º 1, do CVM) ⁽⁷⁹⁾. Enfim, de enorme relevância prática e complexidade técnica são ainda algumas *modalidades especiais de transmissão em massa*: estão neste

⁽⁷⁷⁾ Sobre o ponto, vide LABAREDA, João, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, 227 e segs., AAFDL, Lisboa, 1988; MENDES, Evaristo, *A Transmissibilidade das Acções*, Diss., Lisboa, 1989. Com incidência especial na sua vertente mobiliária, vide EIRÓ, Vera, *A Transmissão de Valores Mobiliários — As Acções em Especial*, in: VI “Themis — Revista da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa” (2005), 145-185; VEIGA, A. Brandão, *Transmissão de Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2004.

⁽⁷⁸⁾ Sobre tais cláusulas, vide MARTINS, A. Soveral, *Cláusulas do Contrato de Sociedade que Limitam a Transmissibilidade das Acções: Sobre os Artigos 328.º e 329.º do CSC*, Almedina, Coimbra, 2006; noutros quadrantes, vide SANTUOSO, Daniele, *Il Principio di Libera Trasferibilità delle Azioni*, Giuffrè, Milano, 1993.

⁽⁷⁹⁾ Sobre o regime geral de transmissão dos valores mobiliários, vide *supra* § 1, 5, III. Questão importante é a da relevância dos negócios jurídicos subjacentes, seja para efeitos de determinação do momento da transferência da titularidade das acções (cf. EIRÓ, Vera, *A Transmissão de Valores Mobiliários — As Acções em Especial*, especialmente 158 e segs., in: VI “Themis — Revista da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa” (2005), 145-185), seja para efeitos do próprio conteúdo dessa titularidade (cf. ALMEIDA, C. Pereira, *Da Relevância da Causa na Circulação das Acções das Sociedades Anónimas fora do Mercado Regulamentado*, especialmente 92 e segs., Coimbra Editora, 2007). Na jurisprudência, vide o Acórdão do STJ de 13-III-2007 (SEBASTIÃO PÓVOAS), in: XV “Colectânea de Jurisprudência/Acórdãos do STJ” (2007), 118-122; confronte-se ainda os Acórdãos da Relação do Porto de 16-VI-2005 (ATAÍDE DAS NEVES) e da Relação de Coimbra de 5-VII-2000 (PIRES DA ROSA), in: www. dgsi.pt.

caso as ofertas públicas de aquisição (OPA), de troca (OPT) e de venda (OPV) de acções — com destaque especial para as OPA, reguladas pelos arts. 173.º a 197.º do CVM e pelo Regulamento CMVM n.º 3/2006, de 11 de Maio ⁽⁸⁰⁾ — e as transmissões dos chamados lotes de controlo accionista (“sale of control”, “Beteiligungskauf”, “cessions de contrôle”, “pachetti azionari di controllo”) — que originam uma problemática de todo específica, enquanto mecanismo de transmissão indirecta de empresas ⁽⁸¹⁾.

Enfim, as acções podem ainda ser objecto de *oneração* — designadamente, mediante usufruto ou penhor (arts. 23.º e 140.º do Código das Sociedades Comerciais, arts. 81.º e 103.º do CVM) — ⁽⁸²⁾, de *execução* — mormente, através de penhora (art. 328.º, n.º 5, do Código das Sociedades Comerciais, arts. 857.º, n.º 1, 861.º-A, n.º 14, e 902.º, n.º 1, do Código de Processo Civil, art. 82.º do CVM) — ⁽⁸³⁾, e de *extinção* — para além da extinção social, graças a uma pluralidade de eventos tais como, *v. g.*, a remissão (art. 345.º do Código das Sociedades Comerciais) e a amortização de acções (art. 347.º do Código das Sociedades Comerciais), a redução de capital (arts. 94.º, n.º 1, al. *b*), e 463.º do Código das Sociedades Comerciais), ou a exoneração de sócios (arts. 45.º, n.º 1, e 105.º do Código das Sociedades Comerciais) ⁽⁸⁴⁾.

⁽⁸⁰⁾ Sobre as OPA voluntárias, *vide* GARCIA, A. Teixeira, *OPA — Da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico*, Coimbra Editora, 1995; sobre as OPA obrigatórias, PACHECO, P. Linhares, *A OPA Obrigatória no Código dos Valores Mobiliários*, Diss., Porto, 2004; sobre as OPA potestativas, ANTUNES, J. Engrácia, *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*, Coimbra Editora, 2000. Noutros quadrantes, com interesse, KOULORIDAS, Athanasios, *The Law and Economics of Takeovers*, Hart, Oxford, 2008.

⁽⁸¹⁾ Sobre a figura, *vide* ANTUNES, J. Engrácia, *A Empresa como Objecto de Negócios — “Asset Deals” versus “Share Deals”*, in: 68 “Revista da Ordem dos Advogados” (2008), 715-793.

⁽⁸²⁾ MARTINS, J. Fazenda, *Direitos Reais de Gozo e Garantia sobre Valores Mobiliários*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, 99-120, Lex, Lisboa, 1997. Noutros quadrantes, DELEBECQUE, Philippe, *Nantissement et Saisie des Actions*, in: 117 “Revue des Sociétés” (1999), 599-605; FASQUELLE, Daniel, *Le Nantissement des Valeurs Mobilières*, in: 48 “Revue Trimestrielle de Droit Commerciale et Économique” (1995), 1-37; FIORINA, Dominique, *L’Usufruit d’un Portefeuille de Valeurs Mobilières*, in: 94 “Revue Trimestrielle de Droit Civile” (1995), 43-67.

⁽⁸³⁾ LOURENÇO, P. Meira, *Penhora e Outros Procedimentos de Apreensão de Valores Mobiliários*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VI, 241-273, Coimbra Editora, 2006. Noutros quadrantes, CANNU, Paul Le, *Saisie des Valeurs Mobilières*, in: 388 “Petites Affiches” (1999), 23-30; KUNST, Susanne, *Zwangsvollstreckung in Wertpapiere*, C. Heymanns, Köln, 2004.

⁽⁸⁴⁾ Sobre a oneração, execução e extinção das participações sociais, *vide* desenvolvidamente, entre nós, FONSECA, T. Soares, *Penhor de Acções*, 2.ª edição, Almedina,

V. Por fim, com as acções não se devem confundir *outros valores mobiliários típicos* que podem dar acesso a elas — por exemplo, as obrigações convertíveis e com direito de subscrição de acções (arts. 365.º e 372.º-A do Código das Sociedades Comerciais) ou os “call warrants” (Decreto-Lei n.º 172/99, de 20 de Maio), os quais, como veremos, constituem uma espécie autónoma de valores mobiliários (art. 1.º, als. *b*) e *e*), do CVM) — ⁽⁸⁵⁾ ou os *valores mobiliários atípicos*, embora nominados, que as representam — como é o caso dos “certificados de depósito” (“depository receipts”), instrumentos negociáveis representativos do registo ou depósito de acções emitidos pelas respectivas entidades depositárias (art. 231.º, n.º 3, do CVM) ⁽⁸⁶⁾. Questão complexa é a de saber se, para além das acções das sociedades anónimas e comanditárias, poderão ainda ser considerados valores mobiliários (atípicos) as *fracções do capital de outras formas empresariais*: se tal hipótese parece afastada à partida na maioria dos casos (*v. g.*, as quotas ou partes sociais, insusceptíveis de

Coimbra, 2007; GRALHEIRO, João, *Da Usucapibilidade das Quotas Sociais*, in: 59 “Revista da Ordem dos Advogados” (1999), 1137-1152; noutros quadrantes, APFELBAUM, Sebastian, *Die Verpfändung der Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft*, Duncker & Humblot, Berlin, 2005; ANDERS, Dietmar, *Die Zwangsvollstreckung in Gesellschaftsanteile im deutschen und US-amerikanischen Recht*, Giesecking, Bielefeld, 2001.

⁽⁸⁵⁾ É controversa na doutrina a qualificação dos *títulos provisórios* (art. 304.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais, art. 96.º do CVM), dos *títulos múltiplos* (art. 98.º do CVM) e dos *títulos globais* ou “megatítulos” (art. 99.º, n.º 2, al. *b*), do CVM) como valores mobiliários equiparados a acções: cf. ASSMANN, Heinz-Dieter/SCHNEIDER, Uwe (Hrsg.), *Wertpapierhandelsgesetz — Kommentar*, 106, 4. Aufl., O. Schmidt, Köln, 2006; HIRTE, Heribert/MÖLLERS, Thomas (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, 88, Carl Heymanns, Köln, 2007.

⁽⁸⁶⁾ Os “depository receipts” — originariamente desenvolvidos nos Estados Unidos da América (ADR ou “American Depository Receipts”) mas rapidamente adoptados nos mercados europeus (EDR ou “European Depository Receipts”) — têm em vista fundamentalmente permitir a uma sociedade emitente intervir em mercados de capitais estrangeiros sem se expor aos respectivos riscos, mediante a emissão de “certificados” representativos de determinadas quantidades das suas acções por instituições depositárias que são susceptíveis de subscrição e negociação na moeda local desse mercado. Sobre esta figura — na realidade, uma forma de “domesticação” de acções estrangeiras e que conhece ainda uma variedade de modalidades autóctones e operacionais, *v. g.*, os britânicos CDI (“Crest Depository Interests”), GDR, IDR, etc. —, *vide* BÖCKENHOFF, Johannes/ROSS, Malcom, “*American Depository Receipts*” — *Strukturen und rechtliche Aspekte*, in: 47 “Wertpapier-Mitteilungen — Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht” (1993), 1781-1786, 1825-1829; COURET, Alain, *ADR, EDR, Nominées, Trustees*, in: 117 “Revue des Sociétés” (1999), 555-568; MARCOS, Francisco, *Las “Depository Shares” — La Negociación Cruzada de Valores en Mercados Estranjeros*, Thomson/Aranzadi, Madrid, 2007.

representação: cf. arts. 176.º, n.º 2, e 219.º, n.º 7, do Código das Sociedades Comerciais)⁽⁸⁷⁾, não se pode excluir liminarmente a sua possibilidade conquanto tais fracções preencham as condições gerais do art. 1.º, al. g), do CVM⁽⁸⁸⁾.

§ 3. OBRIGAÇÕES

I. As obrigações (“bonds”, “notes”, “Schuldverschreibungen”, “obligations”, “obbligazione”) são valores mobiliários representativos de direitos de crédito⁽⁸⁹⁾.

II. As obrigações, previstas no art. 1.º, al. b), do CVM, constituem um mecanismo de financiamento empresarial alternativo às acções, destas se distinguindo em numerosos aspectos. Desde logo, no plano subjectivo: ao passo que as acções são valores tipicamente societários (sociedades anónimas e em comandita por acções), as obrigações constituem uma figura juscomercial geral, correspondendo a valores que, como se verá, podem ser emitidos por um leque muito variado de *entidades privadas* (v. g., sociedades por quotas, cooperativas, agrupamentos complementares de empresas, etc.) ou *públicas* (“maxime”, o Estado). Depois, no plano funcional: ao passo que as acções são a fonte prototípica da obtenção de capi-

(87) Diferente será porventura a conclusão noutros ordenamentos jurídicos, mormente no norte-americano, onde se qualificam como “securities” as participações em “limited liability companies” e “partnerships” (HAZEN, T. Lee, *The Law of Securities Regulation*, 53 e seg., 5th edition, Thomson/West, St. Paul, 2005). Cf. também MOGLIA, Giovanni, *Offerta al Pubblico di Quote di Società a Responsabilità Limitata*, 1267, in: 33 “Rivista delle Società” (1988), 1267-1279.

(88) Pense-se, por exemplo, nos títulos de capital das cooperativas (art. 20.º do Código Cooperativo). Para uma revisão exaustiva das participações empresariais alternativas (sociedades de pessoas, cooperativas, consórcios, associações, mútuas seguradoras, associações em participação, etc.), com conclusões nem sempre aceitáveis, vide RIGHINI, Elisabetta, *I Valori Mobiliari*, 143 e segs., Giuffrè, Milano, 1993.

(89) Sobre as obrigações, vide DIAS, A. Silva, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, Quid Juris, Lisboa, 2002; VASCONCELOS, P. Pais, *As Obrigações no Financiamento da Empresa*, in: AAVV, “Problemas do Direito das Sociedades”, 321-329, Almedina, Coimbra, 2002. Noutros quadrantes, vide AAVV, *Titres et Emprunts Obligataires*, Éd. Revue Banque, Paris, 1999; JONES, Leonard, *The Law of Bonds and Bond Securities*, 4th edition, Bobbs-Merrill Company, Indianapolis, 1935; PETTITI, Domenico, *I Titoli Obbligazionari delle Società*, Giuffrè, Milano, 1964.

tais próprios para as empresas emitentes (aportados pelos seus próprios sócios, por período duradouro ou indeterminado, sem garantia de remuneração, e representando um crédito subordinado em caso de liquidação empresarial), as obrigações são um dos mecanismos de financiamento por recurso a *capitais alheios*, fornecidos por terceiros, geralmente por tempo predeterminado, e mediante uma remuneração certa ⁽⁹⁰⁾. Finalmente, no plano do seu conteúdo: ao passo que as acções são valores mobiliários que consubstanciam o “status socii” e representam uma posição jurídica unitária complexa em face da entidade emitente (“participação social”), as obrigações são valores mobiliários que investem o seu titular na qualidade de simples *credor* daquela, representando nuclearmente meros *direitos de crédito* ao reembolso da quantia emprestada (valor nominal da obrigação) e ao pagamento de eventuais juros ou prémios (fixos ou variáveis) ⁽⁹¹⁾.

III. A *emissão* de obrigações está sujeita a um conjunto de condições gerais ⁽⁹²⁾.

Por um lado, quanto aos requisitos de natureza subjectiva, exige-se que as obrigações sejam emitidas por entidades legalmente habilitadas para o

⁽⁹⁰⁾ Cf. ANTUNES, J. Engrácia, *Prefácio* à obra de A. Silva DIAS, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, Quid Juris, Lisboa, 2002. Sobre a distinção entre capitais próprios e alheios, *vide* ainda BREALY, Richard/MYERS, Stewart, *Principles of Corporate Finance*, 165 e segs., 7th edition, McGraw Hill, Boston, 2003; SWOBODA, Peter, *Betriebliche Finanzierung*, 10 e segs., 3. Aufl., Physica, Heidelberg, 1994; VERNIMMEN, Pierre/QUIRY, Pascal/LE FUR, Yann, *Finance de l'Entreprise*, 6^{ème} édition, Dalloz-Sirey, Paris, 2005.

⁽⁹¹⁾ As fronteiras entre acções e obrigações — e, consequentemente, entre capitais próprios (“equity”) e alheios (“debt”) — podem tornar-se funcionalmente esbatidas em certas modalidades especiais previstas na lei, quer das obrigações — *v. g.*, as obrigações convertíveis em acções ou com “warrant” (arts. 365.º e 372.º-A do Código das Sociedades Comerciais), as obrigações com juro ou reembolso indexados aos lucros sociais (art. 360.º, al. b), do Código das Sociedades Comerciais) —, quer das acções — *v. g.*, as acções preferenciais sem voto (art. 341.º do Código das Sociedades Comerciais). Além destas modalidades legais, existem igualmente um sem número de modalidades híbridas inominadas: por exemplo, as obrigações reembolsáveis em acções (ORA), as obrigações convertíveis em acções próprias (ACAP), as acções com direito de subscrição de obrigações (ADSO), e outros valores compostos. Cf. ainda MCCORMICK, Roger/CREAMER, Harriet, *Hybrid Corporate Securities: International Legal Aspects*, Sweet & Maxwell, London, 1987.

⁽⁹²⁾ Sobre o tópico, monograficamente, *vide* DAGUET, Patrick/PLANCHE, Jean-Marc, *Les Émissions d'Actions et d'Obligations — Concepts et Techniques*, Economica, Paris, 1994; GARCÍA, M. Domínguez, *La Emisión de Obligaciones por Sociedades Anónimas*, Aranzadi, Madrid, 1994.

efeito: estão neste caso, designadamente, as sociedades anónimas (art. 348.º do Código das Sociedades Comerciais), as sociedades em comandita por acções (art. 478.º do Código das Sociedades Comerciais), as sociedades por quotas (artigo único do Decreto-Lei n.º 160/87, de 3 de Abril), as cooperativas (art. 30.º do CCoop), os agrupamentos complementares de empresas (Base II, n.º 4, da Lei n.º 4/73, de 4 de Junho), os agrupamentos europeus de interesse económico (art. 7.º do Decreto-Lei n.º 148/90, de 9 de Abril), as empresas públicas ou quaisquer outras entidades autorizadas pelo Governo (artigo único do Decreto-Lei n.º 320/89, de 25 de Setembro) ⁽⁹³⁾, e as instituições de crédito (arts. 2.º, n.º 1, 4.º, n.º 1, al. a), e 9.º, n.º 1, do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras) ⁽⁹⁴⁾.

Por outro lado, a emissão obrigacionista encontra-se sujeita a diversos tipos de pressupostos objectivos, que se encontram genericamente previstos (para o caso das sociedades anónimas) nos arts. 348.º e segs. do Código das Sociedades Comerciais. Desde logo, pressupostos relativos *ao próprio emitente*: em via de regra, apenas podem emitir obrigações as sociedades cujos estatutos prevejam tal possibilidade (art. 272.º, al. f), do Código das Sociedades Comerciais), cujo acto constitutivo esteja registado há mais de um ano (art. 348.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais), e cujo capital social esteja integralmente liberado ou eventuais accionistas remissos colocados em mora (art. 348.º, n.º 4, do Código das Sociedades Comerciais). Depois ainda, pressupostos *relativos à emissão*: em princípio, o valor de subscrição das obrigações emitidas não pode exceder o dobro dos capitais próprios da emitente (art. 349.º, n.º 1, do Código das Socie-

⁽⁹³⁾ Com as obrigações emitidas por entidades públicas não se devem confundir as chamadas “obrigações sobre o sector público”, que se contradistinguem pelo facto de terem por activo subjacente créditos sobre, ou com garantia das, administrações centrais ou regionais e locais do Estado (cf. arts. 1.º, n.º 2, e 32.º e segs. do Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de Março).

⁽⁹⁴⁾ Considerando que a emissão de obrigações constitui justamente uma das formas de recepção de fundos reembolsáveis do público, *vide* NUNES, F. Conceição, *Recepção de Depósitos e/ou Outros Fundos Reembolsáveis*, 61, in: AAVV, “Direito Bancário”, 45-65, RFDUL, Coimbra Editora, 1997. Por outra banda, atente-se que, como veremos, ao lado das obrigações comuns ou ordinárias, poderão ainda existir obrigações especiais que apenas são emissíveis por determinadas entidades (v. g., as obrigações titularizadas, as obrigações hipotecárias, etc.), além de que a qualidade creditícia ou “rating” do emitente pode também originar diferenciações (v. g., as “high yield bonds”, obrigações de alto risco em virtude do elevado endividamento do emitente: cf. ALTMAN, Edward, *Investing in Junk Bonds: Inside the High Yield Debt Market*, Beard Books, New York, 2002).

dades Comerciais) e não podem ser emitidas novas obrigações sem que esteja inteiramente subscrita e liberada emissão ou série obrigacionista anterior (art. 350.º, n.ºs 2 e 4, do Código das Sociedades Comerciais, art. 169.º do CVM). Finalmente, pressupostos relativos à *aprovação e realização da emissão*: no silêncio dos estatutos, a emissão de obrigações é da competência da Assembleia Geral da sociedade (art. 350.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais), cabendo ao órgão de administração promover o lançamento da oferta e a subscrição dos valores, bem como a emissão dos competentes títulos ou inscrições registais (arts. 43.º, n.º 1, 44.º, n.º 3, 61.º, 73.º e 97.º, n.º 2, do CVM) (95).

Ao lado destes requisitos, a emissão obrigacionista “lato sensu” envolve ainda vários outros aspectos complementares. Assim, as obrigações representam fracções alíquotas de uma mesma emissão, que conferem direitos de crédito iguais (art. 348.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais) e possuem um idêntico valor nominal expresso, em princípio, em moeda com curso legal em Portugal (art. 352.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais) (96). A emissão de obrigações ou respectivas séries está sujeita a *registo de emissão* junto da entidade emitente (arts. 43.º e 44.º do CVM, Portaria n.º 290/2000, de 25 de Maio), para além do registo comercial nos casos de oferta particular (art. 351.º do CSC, art. 3.º, *al. l*), do Código do Registo Comercial) e do registo prévio junto da CMVM no caso de oferta pública (art. 114.º do CVM). A *subscrição* das obrigações, que se consubstancia usualmente em negócios celebrados entre emitente e subscritores (97), pode revestir diferentes modalidades: *v. g.*, subscrição pública ou particular (consoante dirigida a destinatários indeterminados ou não: cf. arts. 109.º e 110.º do CVM), subscrição completa ou incompleta

(95) As obrigações apenas nascem como valores mobiliários com a criação e entrega do título (obrigações tituladas: cf. art. 95.º do CVM) ou com o registo em conta do respectivo titular (obrigações escriturais: cf. art. 73.º, n.º 1, do CVM), proibindo a lei que aqueles ocorram antes do registo comercial da própria emissão (art. 351.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais e art. 47.º do CVM).

(96) Sobre as obrigações em divisas, *vide* SASSO, Cosimo, *I Titoli Obbligazionari in Valuta Estera*, Cedam, Padova, 1977.

(97) Uma parte da doutrina nacional aponta o contrato de mútuo como a causa das obrigações, falando-se por isso amiúde em “empréstimo obrigacionista” (VASCONCELOS, P. Pais, *As Obrigações no Financiamento da Empresa*, 321, in: AAVV, “Problemas do Direito das Sociedades”, 321-329, Almedina, Coimbra, 2002). Tal não é inteiramente correcto: na verdade, sendo o mútuo a sua causa típica, a verdade é que a subscrição pode ter o respectivo fundamento numa outra causa negocial (*v. g.*, dação em cumprimento).

(consoante a emissão tenha sido total ou parcialmente subscrita pelos destinatários: cf. art. 353.º do Código das Sociedades Comerciais, art. 161.º do CVM), e subscrição directa ou indirecta (consoante realizada directamente pelo emitente ou através de intermediário financeiro: cf. arts. 113.º, 337.º e segs. do CVM) ⁽⁹⁸⁾.

IV. As obrigações são valores mobiliários que representam nuclearmente um ou vários *direitos de crédito* tendo por objecto uma ou mais prestações em dinheiro e/ou espécie ⁽⁹⁹⁾.

Por via da regra, as obrigações (ditas ordinárias ou comuns) conferem aos seus titulares dois tipos fundamentais de direitos creditícios: o *direito ao reembolso* — ou seja, o direito à restituição da importância pecuniária correspondente ao valor nominal das obrigações subscritas — e o *direito aos juros* — ou seja, o direito ao pagamento da remuneração do capital colocado à disposição da entidade emitente (a qual, nos termos das condições da emissão, poderá consistir em numerário ou bens, “maxime”, outros valores mobiliários). Esta fisionomia arquetípica e tradicional das obrigações pode, todavia, sofrer desvios mais ou menos significativos, atento o princípio geral de liberdade de conformação do conteúdo obrigacionista consagrado no art. 360.º do Código das Sociedades Comerciais ⁽¹⁰⁰⁾. E isto, num duplo sentido.

⁽⁹⁸⁾ Tal como no caso das acções e quotas, as obrigações não podem ser subscritas pelo próprio emitente (aquisição originária), embora já possam ser adquiridas por este em momento posterior (aquisição derivada) (arts. 220.º e 316.º e segs. do Código das Sociedades Comerciais, “ex vi” do seu art. 354.º). Para uma perspectiva crítica desta equiparação, vide CASTRO, C. Osório, *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, 160 e segs., 2.ª edição, UCP, Porto, 1998.

⁽⁹⁹⁾ Tratamos agora fundamentalmente do conteúdo nuclear deste valor mobiliário, sem prejuízo da existência de outros importantes direitos ou efeitos jurídicos. Assim, a obrigação pode envolver também determinados *direitos* colaterais (v. g., arts. 101.º-C, 293.º, 379.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais) ou especiais (v. g., direito de subscrição de acções, privilégios creditórios). Além disso, as obrigações tituladas e (os certificados das obrigações) escriturais constituem um *título executivo* à luz do art. 46.º, n.º 1, al. c), do Código de Processo Civil, já que nos encontramos diante de documentos particulares (art. 363.º, n.º 2, “in fine”, do CCivil) assinados pelo devedor (art. 97.º, n.º 2, do CVM) que importam a constituição ou reconhecimento de uma obrigação pecuniária de montante determinado ou determinável (cf. ainda arts. 78.º, n.º 1, e 84.º do CVM).

⁽¹⁰⁰⁾ Sobre a natureza meramente exemplificativa do art. 360.º Código das Sociedades Comerciais e o relevo da autonomia privada, vide DIAS, A. Silva, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, 58 e segs., Quid Juris, Lisboa, 2002. Evidentemente, tal princípio geral encontra-se balizado pelos preceitos imperativos da lei geral e dos próprios estatutos do emitente: assim, por exemplo, se é certo que as sociedades podem emi-

Duma banda, os direitos ao reembolso e ao juro, constituindo elementos nucleares e habituais das obrigações, *não são elementos essenciais*, de verificação obrigatória em qualquer caso: assim, poderão existir obrigações que não conferem ao titular um direito ao reembolso — tal o caso das obrigações perpétuas (“perpetual bonds”), que atribuem exclusivamente ao obrigacionista o direito a um juro majorado ao mesmo tempo que o privam do direito à restituição do capital, que assim se consolida definitivamente no património do emitente (salvo remição facultativa por vontade do próprio emitente) ⁽¹⁰¹⁾ —, tal como poderá haver obrigações que não conferem ao titular um direito ao juro — tal o caso das “obrigações de cupão zero” (“zerobonds”), que não prevêm o pagamento de quaisquer juros periódicos, recebendo o obrigacionista, como única remuneração do capital fornecido, um prémio de emissão e/ou de reembolso ⁽¹⁰²⁾.

Doutra banda, ao lado das obrigações ordinárias e comuns, existe um imenso rol de *obrigações especiais*, que se contradistinguem pela natureza particular do emitente, do conteúdo dos direitos do obrigacionista, da sua função financiadora, ou até do seu regime jurídico ⁽¹⁰³⁾. Entre elas, refiram-se, a título de exemplo, as obrigações do Tesouro — obrigações escriturais representativas de empréstimo de prazo igual ou superior a um ano emitidas pelo

tir obrigações com juro suplementar ou prémio de reembolso, certo é também que tal juro ou prémio apenas poderá revestir uma das modalidades taxativamente previstas no art. 361.º do Código das Sociedades Comerciais.

⁽¹⁰¹⁾ LAMANDINI, Marco, *Perpetual Notes e Titoli Obbligazionari a Lunga o Lungissima Scadenza*, in: LIV “Banca, Borsa, Titoli di Credito” (1991), 606-635. Em sentido inverso, negando a admissibilidade das obrigações perpétuas, vide DIAS, A. Silva, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, 43 e segs., Quid Juris, Lisboa, 2002.

⁽¹⁰²⁾ CLERMONT-TONNERRE, Alban/LÉVY, Michel-André, *Les Obligations à Coupon Zéro*, Economica, Paris, 1992. Sublinhe-se que o direito aos juros periódicos ou intercalares pode ser objecto de representação própria — em cupões (obrigações tituladas) ou em conta autónoma (obrigações escriturais) —, de uma autonomização originária — mediante o seu destaque da obrigação previsto nos termos da própria emissão, dando assim origem a um novo valor mobiliário (art. 1.º, al. f), do CVM) —, e ainda de uma autonomização superveniente — podendo ser negociado autonomamente pelo seu titular, enquanto direito inerente à obrigação, mediante destaque físico do cupão (art. 301.º do Código das Sociedades Comerciais) ou inscrição em conta autónoma a favor do novo titular (art. 55.º, n.ºs 2 e 3, al. a), do CVM).

⁽¹⁰³⁾ Para diferentes tipologias jurídicas, vide DIAS, A. Silva, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, 57 e segs., Quid Juris, Lisboa, 2002; e tipologias económicas, vide BARRETO, Ilídio, *Obrigações — Análise e Gestão*, 23 e segs., Texto Editora, Porto, 1990. Noutros quadrantes, RODRÍGUEZ, L. Angulo, *La Financiación de Empresas Mediante Tipos Especiales de Obligaciones*, RCEB, Zaragoza, 1968.

Estado (Decreto-Lei n.º 280/98, de 17 de Dezembro) ⁽¹⁰⁴⁾ —, as obrigações hipotecárias — obrigações emitidas por instituições de crédito que têm por activo subjacente empréstimos garantidos por hipoteca (Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de Março) — ⁽¹⁰⁵⁾, as obrigações titularizadas (“asset-backed securities”) — obrigações emitidas por sociedades de titularização de crédito que têm por activo subjacente créditos cedidos em massa (Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Abril) — ⁽¹⁰⁶⁾, as obrigações com direitos suplementares — obrigações que, além do reembolso e juro fixo, atribuem ao seu titular um juro suplementar ou um prémio de reembolso, fixo ou dependente dos lucros sociais (arts. 360.º, al. a), 361.º, 362.º e 364.º do Código das Sociedades Comerciais) —, as obrigações participantes — caracterizadas por apresentar taxas de juro e planos de reembolso indexados a indicadores de “performance” empresarial, tais como os lucros sociais ou o volume de negócios do emitente (art. 360.º, al. b), do Código das Sociedades Comerciais) — ⁽¹⁰⁷⁾, as obrigações internacionais — com emissão plurilocalizada, geralmente garantidas por um consórcio bancário internacional (v. g., as chamadas “euro-bonds”) ⁽¹⁰⁸⁾ —, e assim por diante. Destaque particular merecem, sem dúvida, as *obrigações convertíveis em acções* e as *obrigações com direito de subscrição de acções* (ou obriga-

⁽¹⁰⁴⁾ FERREIRA, E. Paz, *Títulos de Dívida Pública e Valores Mobiliários*, 51 e segs., in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. II, 31-56, Coimbra Editora, 2000. Atenta a liberdade decorrente do art. 360.º do Código das Sociedades Comerciais e do art. 229.º, n.º 5, do CVM, uma modalidade especial e atípica deste valor mobiliário no domínio das entidades públicas poderá consistir nas obrigações emitidas por empresas do sector público local, “maxime” empresas municipais (cf. REBELO, Marta, *Obrigações Municipais*, Almedina, Coimbra, 2004).

⁽¹⁰⁵⁾ MENDES, A. Ribeiro, *Um Novo Instrumento Financeiro: As Obrigações Hipotecárias*, in: 15 “Revista da Banca” (1990), 59-100.

⁽¹⁰⁶⁾ Sobre a titularização de crédito, vide CAMPOS, D. Leite/PINTO, C. Saavedra, *Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal*, Almedina, Coimbra, 2007; SILVA, J. Calvão, *Titul(ari)ização de Créditos: Securitization*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2005.

⁽¹⁰⁷⁾ Cf. ainda as obrigações com taxa de juro e plano de reembolso variável (Decreto-Lei n.º 353-M/77, de 29 de Agosto) e as obrigações com juro suplementar e prémio de reembolso eventual (Decreto-Lei n.º 353-P/77, de 29 de Agosto), que nunca foram expressamente revogadas (embora haja quem as considere derogadas por força do art. 3.º do diploma preambular do Código das Sociedades Comerciais: cf. CASTRO, C. Osório, *Valores Mobiliários: Valores e Espécies*, 145, 2.ª edição, UCP Editora, Porto, 1998). As obrigações participantes são assim obrigações de juro ou prémio variável, as quais podem, por seu turno, tomar por referência uma variedade de índices (cf. CHARTIER, Yves, *Une Nouveauté sur le Marché Français: Les Obligations à Taux Flottant*, in: “Jurisclasseur Périodique” (1975), doctrine, 11702).

⁽¹⁰⁸⁾ PAIXÃO, Nuno, *Algumas Notas sobre a Obrigação Denominada “Eurobond”*, in: 29 “Revista da Banca” (1994), 37-45; PIRES, Florbela, *Direitos e Organização dos Obrigacionistas em Obrigações Internacionais*, Lex, Lisboa, 2001.

ções com “warrant”): trata-se de valores mobiliários que conferem ao obrigacionista, para além dos direitos creditícios habituais (reembolso e juro), um direito potestativo especial a uma futura participação no capital social da emitente, consistente, respectivamente, no direito de converter as suas obrigações em acções (transmutando-se o obrigacionista em accionista) ou de adquirir uma dada quantidade destas acções (coexistindo ambos os estatutos) ⁽¹⁰⁹⁾.

V. Aspecto relevante é ainda o que diz respeito à *organização dos obrigacionistas* ⁽¹¹⁰⁾. A homogeneidade das posições jurídicas dos obrigacionistas (art. 348.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais), bem como a concomitante necessidade de assegurar a protecção dos seus interesses comuns e uma eficaz relação do emitente com aqueles, conduziu à previsão legal de duas figuras fundamentais: a *assembleia de obrigacionistas*, que constitui o órgão composto pelos obrigacionistas de uma mesma emissão e responsável pela formação da vontade colectiva destes (arts. 355.º e 356.º); e o *representante comum* dos obrigacionistas, a quem compete essencialmente representar estes nas suas relações externas com a sociedade e terceiros e organizar as suas próprias relações internas (arts. 357.º a 359.º, ambos do Código das Sociedades Comerciais) ⁽¹¹¹⁾. Tenha-se ainda em conta a *tutela dos obrigacionistas*, prevista em eventos especiais de reestruturação do emitente, tais como a fusão e a cisão (arts. 101.º-C e 120.º), a transformação (arts. 131.º, n.º 1, al. d), e 138.º), ou a redução do capital (art. 349.º, n.ºs 4 e 5, todos do Código das Sociedades Comerciais) ⁽¹¹²⁾.

⁽¹⁰⁹⁾ Sobre a figura e o seu regime jurídico (arts. 365.º a 372.º-B do Código das Sociedades Comerciais), *vide* desenvolvidamente ANTUNES, J. Engrácia, *Wandel- und Optionsanleihen in Portugal*, in: Lutter, Marcus/Hirte, Heribert, “Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa”, 212-241, Walter de Gruyter, New York/Berlin, 2000. Entre outros estudos específicos, *vide* GOMES, Fátima, *As Obrigações Convertíveis em Acções*, UCP Editora, Lisboa, 1999; LEITE, M. Santos, *Obrigações Convertíveis. Alguns Aspectos do seu Regime Jurídico*, in: 19 “Revista da Banca” (1991), 93-172.

⁽¹¹⁰⁾ Sobre o ponto, *vide* desenvolvidamente ESPINOZA, F. Alonso, *Asociación y Derechos de los Obligacionistas*, Bosch, Barcelona, 1988; QUINDRY, Silvester, *Bonds and Bondholders Rights and Remedies*, William Hein Co., Buffalo, 2002.

⁽¹¹¹⁾ Sobre o ponto, *vide*, na doutrina nacional, ARAÚJO, N. Barbosa, *Competência das Assembleias de Obrigacionistas*, Almedina, Coimbra, 2002; na jurisprudência, o Acórdão da Relação de Lisboa de 27-VI-1996 (SANTOS BERNARDINO), in: XXI “Colectânea de Jurisprudência” (1996), III, 132-133.

⁽¹¹²⁾ Sobre a situação dos obrigacionistas em caso de crise da empresa emitente, *vide* SACCHI, Roberto, *Gli Obbligazionisti nel Concordato della Società*, Giuffrè, Milano, 1981; VANONI, Silvia, *I Crediti Subordinati*, Giappichelli, Torino, 2000.

VI. As obrigações, enquanto valores mobiliários próprios do mercado de capitais, não se confundem com *outros instrumentos financeiros* estruturalmente similares — como é o caso, designadamente, das obrigações de caixa, dos bilhetes do Tesouro, e do papel comercial, que constituem obrigações de curto prazo e, como tal, instrumentos típicos do mercado monetário (art. 2.º, n.º 1, al. *b*), do CVM) ⁽¹¹³⁾ — ou mesmo com *outros valores mobiliários típicos* — como é o caso, designadamente, dos títulos de participação (art. 1.º, al. *c*), do CVM) ou dos direitos inerentes às obrigações que hajam sido objecto de destaque, *v. g.*, direito aos juros ou à subscrição de acções (arts. 1.º, al. *f*), e 55.º, n.º 3, do CVM, art. 372.º, n.º 4, do Código das Sociedades Comerciais) ⁽¹¹⁴⁾.

§ 4. TÍTULOS DE PARTICIPAÇÃO

I. Os títulos de participação são *valores mobiliários representativos de empréstimos contraídos por empresas públicas* ⁽¹¹⁵⁾.

II. Os títulos de participação, qualificados como valores mobiliários pelo art. 1.º, al. *c*), do CVM, encontram-se previstos e regulados no Decreto-Lei n.º 321/85, de 5 de Agosto. No essencial, trata-se de valores que são emitidos exclusivamente por empresas pertencentes ao sector empresarial do Estado (art. 1.º, n.º 1) e que se caracterizam por conferir aos respectivos titulares, designados “participantes”, um *direito a uma renda de natureza quasi-perpétua e subordinada*: por um lado, os participantes gozam de um rendimento periódico anual composto por uma parte fixa e

⁽¹¹³⁾ Sobre estes tipos de instrumentos financeiros, *vide* ANTUNES, J. Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, 205 e segs., Almedina, Coimbra, 2009.

⁽¹¹⁴⁾ Sobre estes tipos legais e autónomos de valores mobiliários, *vide infra* § 4 e § 7. Sublinhe-se que, sobretudo atenta a abertura conferida pelo art. 360.º do Código das Sociedades Comerciais, a criatividade dos emitentes pode originar produtos “híbridos” cuja delimitação face a outros instrumentos financeiros nem sempre é linear: pense-se, por exemplo, em produtos estruturados como obrigações mas emitidos com puras finalidades de cobertura de risco ou arbitragem, a meio caminho entre os valores mobiliários e os instrumentos derivados.

⁽¹¹⁵⁾ Para figuras congéneres no direito comparado, aliás escassas, *vide* BOULOC, Bernard, *Les Nouvelles Valeurs Mobilières: Les Certificats d'Investissement et les Titres Participatifs*, in: 101 “Revue des Sociétés” (1983), 501-529; LAFOURCADE, Jean, *L'Originalité des Titres Participatifs*, in: “Gazette du Palais” (1985), II, doc., 408-415.

uma parte variável (art. 3.º) e, por outro, vêm o seu direito ao reembolso condicionado à eventual liquidação ou vontade da empresa emitente e subordinado aos demais credores desta (art. 4.º). O diploma legal em apreço contém ainda uma disciplina própria e relativamente extensa sobre o processo de emissão (arts. 6.º a 9.º), os direitos e organização dos participantes (arts. 12.º a 28.º), e a fiscalização contabilística da execução do empréstimo (arts. 29.º a 31.º).

III. Os títulos de participação são *valores mobiliários híbridos* ou mistos, situados algures a meio caminho entre as obrigações e as acções: tal como as primeiras, o seu conteúdo reconduz-se essencialmente a direitos de crédito pecuniários; e tal como as últimas, os fundos financeiros deles decorrentes são equiparados a capitais próprios da empresa emitente (art. 5.º do citado diploma e Portaria n.º 37/86, de 27 de Janeiro), consolidando-se no património desta em termos praticamente definitivos (art. 4.º). Todavia, são também uma figura *em vias de extinção* — o que explica que não lhe dediquemos aqui especial atenção: com efeito, o progressivo enfraquecimento do sector empresarial público (que fez este tipo de valor mobiliário perder o brilho de outros tempos, desconhecendo-se emissões significativas desde finais dos anos 90) e a admissibilidade genérica de valores atípicos (resultante do art. 1.º, al. g), do CVM), tornou hoje a sua autonomização expressa no elenco do art. 1.º do CVM, além de desnecessária, talvez mesmo redundante ⁽¹¹⁶⁾.

§ 5. UNIDADES DE PARTICIPAÇÃO

I. As unidades de participação (“units”, “Anteile”, “parts”, “quote”) são *valores mobiliários representativos da posição jurídica do participante em organismos de investimento colectivo* ⁽¹¹⁷⁾.

⁽¹¹⁶⁾ Num sentido similar, embora considerando-os verdadeiros valores obrigacionais, como tal enquadráveis no art. 1.º, al. b), do CVM, vide CASTRO, C. Osório, *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, 71, 2.ª edição, UCP, Porto, 1998; FERREIRA, A. José, *Direito dos Valores Mobiliários*, 185, AAFDL, Lisboa, 1997.

⁽¹¹⁷⁾ Sobre as unidades de participação, vide TOMÉ, M. Vaz, *Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, 125 e segs., Almedina, Coimbra, 1997; VEIGA, A. Brandão, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário*, 307 e segs., Almedina, Coimbra, 1999. Noutros países, vide ANGELI, Luigi, *Natura dei Certificati Rappresentativi della Quota di Partecipazione ai Fondi*

II. Os *organismos de investimento colectivo* (OIC) são instituições que têm como finalidade o investimento colectivo de capitais obtidos junto do público (art. 1.º, n.º 2, do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo) ⁽¹¹⁸⁾. Tais organismos, que revestem entre nós a forma de *fundos de investimento*, constituem patrimónios autónomos pertencentes, em regime de comunhão, a uma pluralidade de pessoas singulares ou colectivas (participantes) que neles são titulares de uma quota ideal — justamente a *unidade de participação* (art. 7.º do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo). À luz do art. 1.º, al. *d*), do CVM, e em via de princípio, serão assim valores mobiliários ⁽¹¹⁹⁾ as unidades de participação dos fundos de investimento mobiliário (FIM) (arts. 7.º e 58.º do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo), dos fundos de investimento imobiliário (FII) (art. 4.º do Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário), dos fundos de gestão do património imobiliário (FUNGEPI) (art. 8.º do Decreto-Lei n.º 316/93, de 21 de Setembro), dos fundos de capital de risco (FCR) (art. 17.º do Decreto-Lei n.º 357/2007, de 8 de Novembro), dos fundos de poupança-acções (FPA) (art. 1.º, n.º 2, do Decreto-Lei n.º 204/95, de 5 de Agosto), e dos fundos de poupança-reforma (FPR) (art. 1.º, n.º 5, do Decreto-Lei n.º 258/2002, de 2 de Julho), entre outros ⁽¹²⁰⁾.

Comuni di Investimento, in: AAVV, “L’Istituzione dei Fondi Comuni di Investimento”, 67-72, Giuffrè, Milano, 1970; MERCADILLO, V. Cervera, *Las Participaciones como Valores Mobiliários Negociables*, in: 73 “Revista de Derecho Bancario y Bursátil” (1999), 131-161.

⁽¹¹⁸⁾ Sobre o Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo (RJOIC) — aprovado pelo Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de Outubro, e que transpõe para o direito interno as Directivas 2001/107/CE e 2001/108/CE, de 21 de Janeiro de 2002 —, vide GONÇALVES, Renato/REIS, Célia, *Notas Sobre o Novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo*, in: 17 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2003), 37-48.

⁽¹¹⁹⁾ Diversamente, as unidades de participação foram qualificadas, no direito comunitário, como um tipo autónomo de instrumento financeiro, a par dos valores mobiliários, instrumentos monetários e derivados (cf. Anexo I, secção C, 3) da Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril, e art. 36.º do Regulamento CE/1287/2006, de 10 de Agosto). Cf. GONÇALVES, Renato, *Nótuas Comparatísticas sobre os Conceitos de Valor Mobiliário, Instrumento do Mercado Monetário e Instrumento Financeiro na DMIF e no Código de Valores Mobiliários*, 98, in: 19 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2004), 94-103.

⁽¹²⁰⁾ Sublinhe-se que o “nomen iuris”, sendo relevante, não deve ser considerado decisivo. Assim, constituem indubitavelmente valores mobiliários subsumíveis no art. 1.º, al. *d*), do CVM as “unidades de titularização” dos fundos de titularização de créditos (FTC) (arts. 31.º e segs. do Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro). Por outra banda, questão duvidosa é a de saber se as unidades de participação de quaisquer tipos de Orga-

III. As unidades de participação são valores mobiliários que representam o *estatuto jurídico* do participante nos fundos de investimento, ou seja, uma posição jurídica unitária e global, constituída por um feixe de direitos e deveres, de natureza real, creditícia e outra.

Os participantes, que podem ser pessoas singulares ou colectivas (ou até entidades não personalizadas), são titulares de uma quota-parte ideal ou contitulares de um património comum ⁽¹²¹⁾. Desta (con)titularidade decorrem *direitos* — designadamente, o direito ao resgate das respectivas unidades de participação e o direito à partilha dos activos patrimoniais em caso de liquidação do fundo (arts. 10.º, n.º 2, al. b), 20.º, n.º 4, e 28.º) ⁽¹²²⁾ —, mas também *deveres* — mormente, a obrigação de pagamento das unidades de participação subscritas (arts. 7.º, n.º 4, e 9.º, n.ºs 2 e 3). Para além destes direitos e deveres fundamentais, o participante encontra-se ainda investido em diversas outras posições jurídicas *accessórias* — v. g., direito de exigir a emissão das unidades de participação pagas (art. 10.º, n.º 1, al. a)), de exigir o cumprimento dos deveres funcionais das entidades gestoras e depositárias (arts. 33.º e 40.º), de preferir na subscrição de novas unidades (art. 9.º, n.º 5), de receber informação (art. 10.º, n.º 2, al. a)), direitos de exercício colectivo (art. 23.º), etc. — e até posições jurídicas *especiais* — mormente, direitos particulares consagrados no regulamento de gestão (arts. 7.º, n.º 3, 65.º, n.ºs 1 e 2, al. j), e 83.º, al. b), todos do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo).

nismos de Investimento Colectivo (OIC) serão de reputar valores mobiliários: pense-se, por exemplo, no caso dos fundos de pensões abertos (art. 1.º, n.º 6, do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo e art. 13.º, n.º 3, do Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de Janeiro).

⁽¹²¹⁾ A doutrina discute a natureza jurídica da titularidade sobre o património comum, confrontando-se as teses da compropriedade (comunhão romana), da comunhão em mão comum (comunhão germânica) e da propriedade fiduciária (sobre o ponto, vide TOMÉ, M. Vaz, *Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, 154 e segs., Almedina, Coimbra, 1997).

⁽¹²²⁾ Há autores que negam natureza real a este direito à quota de liquidação, comparando-o ao direito funcionalmente equivalente dos sócios (FERREIRA, A. José, *Direito dos Valores Mobiliários*, 192, AAFDIL, Lisboa, 1997). Trata-se de uma posição que não pode ser aceite: ao passo que as sociedades comerciais são titulares jurídicos do fundo patrimonial aportado pelos sócios, não tendo estes quaisquer direitos reais sobre tal fundo, os fundos de investimento são patrimónios autónomos e despersonalizados cuja titularidade é assim encabeçada juridicamente pelos próprios participantes (sobre a distinção entre sociedade e comunhão, vide ABREU, J. Coutinho, *Curso de Direito Comercial*, vol. II (“Das Sociedades”), 12, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2007).

IV. O *regime jurídico* das unidades de participação respeita essencialmente às suas diversas vicissitudes (123). Desde logo, no que toca às suas *características* básicas, as unidades de participação são valores mobiliários sem valor nominal — possuindo valor real idêntico entre si, variável em função da evolução do valor líquido global do fundo patrimonial e aferível diariamente (arts. 7.º, n.º 1, e 58.º) — e representados em forma documental (designados “certificados”) ou escritural — sendo fraccionáveis para efeitos da respectiva subscrição e resgate (art. 7.º, n.º 2). A sua *emissão*, afastando-se do regime geral previsto no CVM, consubstancia um processo genético especial, envolvendo autorizações administrativas especiais (arts. 11.º a 14.º), colocação e comercialização próprias (arts. 1.º, n.º 3, 15.º, 41.º e 42.º), prospectos e regulamento de gestão adrede elaborados (arts. 61.º a 66.º), e subscrição propriamente dita: destaque especial merece o nascimento da posição jurídica de participante — que surge logo com a subscrição e pagamento do respectivo valor (art. 10.º, n.º 4) (124) — e ainda, nos fundos abertos, a natureza permanente e contínua da emissão — considerando que as unidades de participação são emissíveis e resgatáveis a todo o tempo e em número variável (art. 2.º, n.ºs 1 e 2) (125). Como os demais valores mobiliários, tais unidades de participação são susceptíveis de *transmissão*: no caso especial dos fundos abertos, a sua negociabilidade em mercado é fundamentalmente abstracta e residual, dado que, efec-

(123) Para os presentes efeitos, limitamo-nos ao regime geral (Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo), sem prejuízo das significativas especialidades normativas e até caracteriológicas existentes entre os diferentes tipos (abertos e fechados) e espécies (FIM, FII, FCR, FTC) de fundos, bem como entre as respectivas unidades de participação.

(124) De modo algo semelhante ao que vimos suceder com outros valores mobiliários (v. g., acções e obrigações), existe assim uma cisão da unidade de participação enquanto posição jurídica e valor mobiliário: ao passo que a primeira dimensão surge logo no momento da celebração do contrato de subscrição, a última só ocorrerá com a representação das unidades em “certificados” ou registos em conta, a qual nunca poderá ocorrer antes do efectivo ingresso do montante da subscrição no fundo patrimonial (art. 9.º, n.º 2, do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo).

(125) Questão que suscita alguma perplexidade é a da natureza pública ou particular das emissões: se, por um lado, a natureza pública parece decorrer forçosamente da própria noção geral de Organismo de Investimento Colectivo (caracterizado pela recolha de capitais junto do público: cf. art. 1.º, n.º 3, do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo e art. 109.º do CVM), por outro, é o próprio legislador a admitir a sua natureza particular (art. 15.º, n.º 2, do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo, art. 42.º do Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário).

tuando-se a transmissão por via de contínuas subscrições e resgates, perde sentido económico a sua negociação em mercado organizado ⁽¹²⁶⁾. Finalmente, as unidades de participação possuem um processo próprio de *extinção*: ao passo que nos fundos abertos a extinção opera através do “resgate” (acto unilateral e potestativo através do qual o participante manifesta a sua vontade de extinguir as unidades de que é titular e ser reembolsado pelo respectivo valor: cf. art. 2.º, n.º 2), nos fundos fechados ela só pode ocorrer no evento de liquidação do próprio fundo (art. 28.º, todos do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo).

§ 6. “WARRANTS” AUTÓNOMOS

I. Os “warrants” autónomos (“Optionsscheine”, “bons autonomes de souscription”) são *valores mobiliários representativos de direitos potestativos de subscrição, aquisição ou alienação de um determinado activo subjacente, exercitáveis mediante liquidação física e/ou financeira* ⁽¹²⁷⁾.

II. Os “warrants” autónomos, qualificados como valores mobiliários pelo art. 1.º, al. e), do CVM, encontram-se previstos e regulados no Decreto-Lei n.º 172/99, de 20 de Maio, e no Regulamento CMVM n.º 5/2004, de 27 de Maio ⁽¹²⁸⁾. Trata-se de um valor mobiliário complexo, de assi-

⁽¹²⁶⁾ Dito de outra forma, a existência de um mercado primário permanente torna dispensável a formação de um mercado secundário organizado para tais valores — que, sendo concebível em abstracto, mantém uma feição puramente residual ou até potencial (cf. HAZEN, T. Lee, *The Law of Securities Regulation*, 752, 5th edition, Thomson/West, St. Paul, 2005).

⁽¹²⁷⁾ Sobre a figura, vide SILVA, H. Marques, *O Warrant no Âmbito do Mercado de Valores Mobiliários*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. II, 351-400, Coimbra Editora, 2000; VEIGA, A. Brandão, *Direitos Destacados e Warrants Autónomos*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. III, 85-120, Coimbra Editora, 2001. Noutros países, com diferenças por vezes substanciais de enquadramento tipológico, vide BLANCO, J. Cachón, *Régimen Jurídico de los Warrants-Valores Mobiliarios*, in: 46 “Revista de Derecho Bancario y Bursátil” (1992), 373-408; GUYÉNOT, Jean, *Les Bons de Souscription*, in: 42 “Recueil Dalloz” (1987), 287-294; MCHATTIE, Andrew, *The Investor’s Guide to Warrants*, 2nd edition, Prentice Hall, London, 1995; WEISSENFELD, Horst/WEISSENFELD, Stephan, *Das grosse Buch der Optionsscheine. Alles über Optionen, Warrants, Finanzinnovationen*, 3. Aufl., TM Börsenverlag, Roseheim, 1999.

⁽¹²⁸⁾ O termo “warrant” é polissémico, surgindo também utilizado pelo legislador comercial para designar, quer um particular título de crédito pignoratício (art. 408.º, § 1, do Código Comercial: cf. ANTUNES, J. Engrácia, *Os Títulos de Crédito*, 134 e segs., Coimbra Editora, 2009), quer o direito de subscrição de acções associado a determinadas obri-

nalável *relevo económico e jurídico*: economicamente, o “warrant” serve uma gama de finalidades dos emitentes (financiamento alternativo a aumentos de capital imediatos, reforço da liquidez dos seus títulos) e dos investidores (cobertura de risco, especulação, garantia de entrada ou saída futuras do capital do emitente) ⁽¹²⁹⁾; juridicamente, a sua disciplina legal foi expressamente reconhecida como regime jurídico subsidiário de vários outros valores mobiliários análogos (mormente, dos certificados, valores mobiliários convertíveis, e valores mobiliários condicionados por eventos de crédito) ⁽¹³⁰⁾. Os “warrants” não se podem confundir com outras *figuras afins*, mormente com as opções (art. 2.º, n.º 1, al. e), do CVM) ⁽¹³¹⁾ ou os direitos destacáveis (art. 1.º, al. f), do CVM) ⁽¹³²⁾.

III. A *noção* legal de “warrant” autónomo envolve dois elementos fundamentais. Por um lado, o “warrant” confere ao seu titular um *direito*

gações especiais (arts. 360.º, al. d), e 372.º-A do Código das Sociedades Comerciais: cf. *supra* § 3, IV). Mesmo na sua acepção de valor mobiliário, ele nem sempre é utilizado com o mesmo alcance: veja-se assim, por exemplo, a noção acolhida no art. 3.º, al. I), do Decreto-Lei n.º 103/2007, de 3 de Abril, que apenas abrange valores atributivos de direitos de subscrição e aquisição, com exclusão de direitos de alienação.

⁽¹²⁹⁾ Para uma análise do seu relevo económico-financeiro, *vide* FUCHS, Andreas, *Selbständige Optionsscheine als Finanzierungsinstrument der Aktiengesellschaft*, in: 40 “Die Aktiengesellschaft” (1995), 433-451.

⁽¹³⁰⁾ Sobre esta subsidiariedade, *vide* o art. 14.º-A do Decreto-Lei n.º 172/99, de 20 de Maio, e o art. 12.º do Regulamento CMVM n.º 5/2004, de 27 de Maio, além dos art. 5.º do Regulamento CMVM n.º 7/2002, de 8 de Maio (certificados), art. 12.º do Regulamento CMVM n.º 15/2002, de 21 de Novembro (valores mobiliários convertíveis), e art. 9.º do Regulamento CMVM n.º 16/2002, de 21 de Novembro (valores mobiliários condicionados por eventos de crédito). Sobre estas espécies de valores, *vide infra* § 8.

⁽¹³¹⁾ Apesar das suas enormes similitudes funcionais (cf. ainda o art. 2.º, n.º 2, al. d), do Regulamento CMVM n.º 2/2002, de 17 de Janeiro), as duas figuras são diferentes: ao passo que os “warrants” constituem valores mobiliários que são objecto de uma emissão em sentido técnico, de representação própria (cartular ou escritural) e usualmente de cotação em mercado organizado, as opções constituem instrumentos derivados nascidos de contratos, destituídos de forma representativa própria, e que podem ser negociados em mercado de balcão (sobre as opções, *vide* ANTUNES, J. Engrácia, *Os Derivados*, 114 e segs. in: “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2008), 91-136). Sobre a relevância do aspecto representativo, *vide* RUSSO, Ricardo, *Il Warrant: Natura Giuridica e Contenuto Economico*, in: 16 “Amministrazione & Finanza” (1986), 883-891.

⁽¹³²⁾ Como se verá, os direitos destacáveis constituem uma espécie autónoma de valor mobiliário, distinguindo-se fundamentalmente dos “warrants” por não serem objecto de qualquer emissão em sentido técnico e de apenas incidirem sobre direitos inerentes a valores mobiliários (e não outros tipos de activos financeiros). Sobre a figura, *vide infra* § 7.

potestativo de subscrição, aquisição ou alienação de determinado activo subjacente nas condições fixadas no momento da sua emissão: o exercício deste direito potestativo pode efectuar-se, alternativa ou exclusivamente, mediante entrega do próprio activo pelo preço e no prazo convencionado (liquidação física: art. 2.º, n.º 1, al. a), do Decreto-Lei n.º 172/99, de 20 de Maio, diploma a que se referem as disposições legais adiante citadas avulsamente) ou mediante o seu equivalente pecuniário, consistente no saldo resultante da diferença entre o valor do activo e o seu preço de exercício (liquidação financeira ou “cash-difference warrant”: art. 2.º, n.º 1, al. b), e n.º 2) (133). Por outro lado, o “warrant” representa um *valor mobiliário geneticamente autónomo*: ao contrário de outros “warrants” financeiros (que são emitidos em conjunto com outros valores mobiliários: v. g., os direitos de subscrição de acções nas obrigações com “warrant”), aquele caracteriza-se por ser objecto de uma emissão isolada e independente de quaisquer outros valores mobiliários (134).

IV. Os “warrants” autónomos podem revestir uma enorme diversidade de *modalidades*, de acordo com o critério de classificação adoptado. Assim, de acordo com o conteúdo do direito potestativo, distingue-se entre os “warrants” de compra (“call warrants”) e de venda (“put warrants”); de acordo com o momento do seu exercício, distingue-se entre “warrants”

(133) Trata-se de alternativas abstractas, nem sempre existentes nas espécies concretas: assim, por exemplo, a liquidação física só é concebível nos “warrants” cujo activo subjacente tenha existência real (ficando assim excluída, v. g., nos “warrants” sobre taxas de juros, índices, etc.) e a liquidação financeira é o mecanismo supletivo de liquidação nos “warrants” alheios (art. 13.º, n.º 2, do Decreto-Lei n.º 172/99, de 20 de Maio). Por outro lado, saliente-se que os “warrants” são valores mobiliários onerosos, não se tendo admitido entre nós, como noutras ordens jurídicas, os chamados “warrants” gratuitos (SABLÉ, Laurent, *Les Attributions Gratuites de Bons de Souscription d'Actions aux Actionnaires*, in: 91 “Banque et Droit” (2003), 24-26).

(134) Por isso, por vezes também designados “bons secs”, “naked warrants” ou “separately issued warrants” (CANARIS, Claus-Wilhelm, *Die Verbindlichkeit von Optionsgeschäften*, 4, in: “Wertpapier-Mitteilung” (1998), Sonderbeilage 10, 3-20). No sentido aqui propugnado, vide CASTRO, C. Osório, *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, 200, UCP, Porto, 1998; PINA, C. Costa, *Instituições e Mercados Financeiros*, 477, Almedina, Coimbra, 2005; SILVA, P. Costa, *Direito dos Valores Mobiliários*, 147, Lisboa, 2005; noutros quadrantes também, ASSMANN, Heinz-Dieter/SCHNEIDER, Uwe (Hrsg.), *Wertpapierhandelsgesetz – Kommentar*, 118 e seg., 4. Aufl., O. Schmidt, Köln, 2006. Em sentido aparentemente oposto, vide VEIGA, A. Brandão, *Direitos Destacados e Warrants Autónomos*, 105, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. III, 85-120, Coimbra Editora, 2001.

apenas exercitáveis na data de vencimento (“warrants” europeus) ou em qualquer momento até essa data (“warrants” americanos); de acordo com o preço de exercício, distingue-se entre “warrants” cujo preço é inferior (“in-the-money”), igual (“at-the-money”) ou superior (“out-of-the-money”) ao valor do activo subjacente; de acordo com a natureza dos activos, distingue-se entre “warrants” sobre valores mobiliários (“equity warrants”, “bond warrants”) ou sobre outros instrumentos financeiros (v. g., “index warrants”, “currency warrants”, “basket warrants”); de acordo com a preexistência dos activos, distingue-se entre “warrants” sobre valores ou activos a emitir futuramente em mercado primário (“simple warrants”) ou já emitidos e transaccionáveis em mercado secundário (“covered warrants”); de acordo com a titularidade dos activos, distingue-se entre “warrants” sobre activos ou valores do emitente ou alheios (“warrants” próprios e alheios); de acordo com a natureza da emissão, distingue-se entre “warrants” autónomos ou emitidos em conexão com outros valores (“issue linked warrants”); e assim por diante ⁽¹³⁵⁾.

V. O regime jurídico dos “warrants” abrange múltiplos aspectos ⁽¹³⁶⁾. Assim, no tocante aos requisitos subjectivos, a emissão de “warrants” não é livre: em via geral, apenas podem ser *entidades emittentes* o Estado (cf. ainda art. 14.º), os bancos, as sociedades de investimento, a Caixa Económica Montepio Geral e a Caixa Central de Crédito Agrícola (emissão livre: cf. art. 4.º, n.º 1, als. *a*) a *d*) e *f*)), as demais instituições de crédito e as sociedades financeiras de corretagem (emissão condicionada por autorização administrativa: cf. art. 4.º, n.º 1, al. *e*), e n.º 2), e as sociedades anónimas (emissão limitada a “warrants” próprios: cf. art. 4.º, n.º 1, al. *g*) ⁽¹³⁷⁾,

⁽¹³⁵⁾ Sobre as modalidades de “warrants”, vide VEIGA, A. Brandão, *Direitos Destacados e Warrants Autónomos*, 106 e segs., in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. III, 85-120, Coimbra Editora, 2001. Repare-se que são possíveis “warrants” de 2.º grau, ou seja, “warrants” que atribuem um direito de aquisição ou alienação sobre um outro “warrant” (BINKOWSKI, Peter/BEEK, Helmut, *Finanzinnovationen*, vol. 1, 26, Economica Verlag, Bonn, 1989).

⁽¹³⁶⁾ Sobre o regime fiscal, vide ROCHA, M. Leónidas, *A Tributação dos Warrants Autónomos*, in: 91 “Revista «O Fisco»” (2001), 41-50.

⁽¹³⁷⁾ Modalidades particularmente relevantes são os “warrants” autónomos sobre acções próprias, emitidas no âmbito de programas de aquisição de autoparticipações pela sociedade anónima emitente (LE BARS, Bénéoit, *Matérialisation du Rachat d’Actions Propres par l’Émission de Bonds de Rachat d’Actions*, in: 5 “Revue de Droit Bancaire et Financier” (2000), 316-322), e as “stock options”, instrumento remuneratório muito difun-

ficando a emissão por outras entidades sempre sujeita à prestação de garantia idónea (art. 4.º, n.º 3, e ainda art. 2.º do Regulamento CMVM n.º 5/2004, de 27 de Maio). Doutra banda, no que concerne aos requisitos objectivos, os *activos subjacentes* elegíveis encontram-se taxativamente previstos na lei (art. 3.º): apenas são admitidos valores mobiliários cotados ou negociados em mercado organizado (incluindo unidades de participação dotadas de um mercado líquido), taxas de juro, divisas, índices (de valores mobiliários e de índices), futuros sobre mercadorias negociados em mercado organizado, mercadorias homogéneas negociadas regularmente em mercado, e índices de mercadorias (art. 3.º do Regulamento CMVM n.º 5/2004, de 27 de Maio). Finalmente, a disciplina legal envolve ainda uma série de outros aspectos que aqui não podem ser abordados. Entre eles, mencionem-se os relativos à sua *emissão* — que envolve regras próprias em sede da deliberação de emissão (art. 5.º) e dos limites à emissão no caso particular dos “warrants” próprios de sociedades anónimas (art. 6.º) — ⁽¹³⁸⁾, à sua *negociação* — mormente, a admissão à negociação em mercado regulamentado (arts. 10.º e 11.º do Regulamento CMVM n.º 5/2004, de 27 de Maio) —, e à sua *liquidação* — mormente, no que concerne às modalidades de liquidação (v. g., art. 13.º, n.º 2) e ao valor do activo e preço de exercício (arts. 4.º, 6.º a 8.º do Regulamento CMVM n.º 5/2004, de 27 de Maio).

§ 7. DIREITOS DESTACÁVEIS

I. Os direitos destacáveis são *valores mobiliários representativos de posições jurídicas inerentes a outros valores, susceptíveis de destaque e dotadas de homogeneidade e negociabilidade* ⁽¹³⁹⁾.

dido dos dirigentes e executivos societários consistente em opções de compra de acções da sociedade emitente (cf. KESSLER, Manfred, *Handbuch Stock Options: Rechtliche, steuerliche und bilanzielle Darstellung von Mitarbeiterbeteiligungen*, Beck, München, 2003).

⁽¹³⁸⁾ COSTAS, R. Freire, *Emisión de Warrants*, in: AAVV, “Derecho del Mercado Financiero”, vol. I, tomo 2, 377-412, Civitas, Madrid, 1994. Sublinhe-se ainda que, em matéria deliberativa, devem ser observadas as regras legais e estatutárias aplicáveis à emissão dos concretos activos subjacentes ao “warrant”, v. g., aumentos de capital, emissão de obrigações, aquisição de acções ou obrigações próprias, etc.

⁽¹³⁹⁾ Sobre a figura, vide SANTOS, J. Costa, *Direitos Inerentes a Valores Mobiliários (Em Especial, os Direitos Equiparados a Valores Mobiliários e o Direito ao Dividendo)*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, 55-98, Lex, Lisboa, 1997; VASCONCELOS,

II. A figura encontra-se genericamente prevista no art. 1.º, al. f), do CVM, preceito segundo o qual são valores mobiliários “os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas als. a) a d), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no acto de emissão”. Estamos assim perante uma espécie de valor mobiliário que, ilustrando sugestivamente a dinâmica de diversificação que é própria do mercado de capitais, visa *maximizar as potencialidades financeiras* ínsitas aos valores mobiliários mediante a fragmentação ou desmembramento (“stripping”) do seu conteúdo próprio: assim, por exemplo, se, por ocasião de um aumento de capital por novas entradas de uma sociedade anónima, os pequenos accionistas não quiserem ou puderem concorrer, nem por isso as suas acções se tornam irremediavelmente valores “mortos” para o mercado de capitais, já que, mediante a cisão e negociação do seu direito preferente na subscrição das novas acções, os accionistas asseguram o encaixe de um valor, os terceiros adquirentes uma posição no capital social, e a sociedade o seu próprio financiamento.

III. A lei não definiu, sequer exemplificativamente, o que se deva entender por “direito destacado” ⁽¹⁴⁰⁾ — cabendo assim esse papel à doutrina e à jurisprudência. Em nosso entender, são três os elementos constitutivos da *noção legal*.

“Primus”, os direitos destacáveis são *posições jurídicas inerentes a determinados valores mobiliários*. Dizer que são “posições jurídicas” significa salientar que se pode tratar indistintamente de posições activas ou passivas: ao contrário do que a formulação legal inculca, ao falar apenas de “direitos”, não se vêem razões para excluir do perímetro normativo as obrigações, tais como, *v. g.*, o dever de reconstituição do capital social (art. 35.º, n.º 3, al. c), do Código das Sociedades Comerciais), de realização de prestações acessórias (art. 287.º do Código das Sociedades Comer-

P. Pais, *Direitos Destacáveis — O Problema da Unidade e Pluralidade do Direito Social como Direito Subjectivo*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. I, 167-176, Coimbra Editora, 1999; VEIGA, A. Brandão, *Direitos Destacados e Warrants Autónomos*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. III, 85-120, Coimbra Editora, 2001.

⁽¹⁴⁰⁾ A terminologia legal não é isenta de reparos, sendo preferível falar de “posições jusmobiliárias” (dado que podem estar em causa direitos ou deveres) “destacáveis” (dado que à existência deste valor mobiliário é suficiente a mera susceptibilidade abstracta do destaque, e já não a sua efectiva consumação).

ciais), etc. ⁽¹⁴¹⁾. Dizer que tais posições jurídicas são “inerentes” a valores mobiliários significa dizer que são necessária e exclusivamente posições jusmobiliárias: dada a diversidade substancial das várias espécies de valores mobiliários, tudo o que poderá ser afirmado, em geral e abstracto, é que aqui se abrangem estruturalmente posições de natureza económica (os chamados direitos patrimoniais: *v. g.*, direito ao dividendo nas acções, direito ao juro nas obrigações, direito a remunerações periódicas nos títulos de participação) e organizativa (os chamados direitos políticos: *v. g.*, direito de voto, de informação, etc.) ⁽¹⁴²⁾. Finalmente, para os presentes efeitos, apenas relevam as posições inerentes a “determinados” valores mobiliários, a saber, acções, obrigações, títulos de participação e unidades de participação (art. 1.º, al. *f*), do CVM): assim sendo, e sem prejuízo da existência de instrumentos financeiros atípicos funcionalmente equivalentes (arts. 1.º, al. *e*), e 2.º, n.º 1, al. *f*), do CVM), excluem-se do perímetro legal da figura as posições relativas aos demais valores mobiliários típicos (*v. g.*, “warrants” autónomos, certificados, valores convertíveis, etc.), bem como aos valores mobiliários atípicos, instrumentos monetários e instrumentos derivados.

“Secundus”, exige-se que as posições jusmobiliárias sejam *destacáveis*: tal significa dizer que, de entre as posições jusmobiliárias, apenas são relevantes as que sejam susceptíveis de destaque do valor mobiliário matricial. Por vezes, foi a própria lei a consagrar expressamente essa destacabilidade: é o caso, designadamente, dos direitos de subscrição de acções ou

⁽¹⁴¹⁾ Isto não invalida que se reconheça que o relevo económico de eventuais “deveres” destacáveis será relativamente residual, tanto mais que estão ainda sujeitos ao crivo da destacabilidade, adiante tratada. Neste sentido também, *vide* VEIGA, A. Brandão, *Direitos Destacados e Warrants Autónomos*, 91, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. III, 85-120, Coimbra Editora, 2001.

⁽¹⁴²⁾ Não existe na lei um conceito geral ou enumeração exaustiva destas posições. Tudo o que existe, para além de numerosas referências avulsas a tal conceito (*v. g.*, arts. 23.º, n.º 4, 302.º, n.º 1, e 341.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais, arts. 60.º, al. *a*), 83.º, 104.º e 210.º do CVM), é uma *enumeração meramente exemplificativa*, que justamente qualifica como tais os dividendos, juros e outros rendimentos, os direitos de voto, e os direitos à subscrição e aquisição de outros valores mobiliários (art. 55.º, n.º 3, do CVM): um exemplo são os cupões de juros das obrigações (“Zinsscheinen”, “bond-stripping”) (KUSSMAUL, Heinz, *Investition eines gewerblichen Anlegers in Zero-Bonds und Stripped Bonds*, in: 53 “Betriebs-Berater” (1998), 1925-1928). Sobre o tema em geral, *vide* SOARES, António, *Direitos Inerentes a Valores Mobiliários*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. I, 133-166, Coimbra Editora, 1999.

obrigações (arts. 367.º, 372.º-A e 458.º do Código das Sociedades Comerciais) ⁽¹⁴³⁾. Nos demais casos, apurar se um determinado direito ou dever jusmobiliário é susceptível de destaque é questão que apenas poderá ser respondida diante da natureza e regime jurídico dos diferentes valores em concreto: em via geral e abstracta, como patamar mínimo de exigência, afigura-se necessário que as posições jusmobiliárias a cindir sejam suficientemente *individualizadas* de molde a permitirem o seu exercício e transmissão autónomos — excluindo-se assim o destaque de certos direitos especiais (v. g., no caso das acções: cf. art. 24.º, n.º 5, do Código das Sociedades Comerciais), de direitos de exercício colectivo (v. g., no caso das obrigações: cf. arts. 355.º e segs. do Código das Sociedades Comerciais), etc. — ⁽¹⁴⁴⁾ e consubstanciem posições *não vitais* da perspectiva do valor mobiliário matricial — excluindo-se assim aqueles direitos ou deveres nucleares ou irredutíveis cuja ablação possa colocar em causa a subsistência, identidade ou fungibilidade do próprio valor, v. g., direito à remição nas acções remíveis (art. 345.º do Código das Sociedades Comerciais), direito ao resgate e reembolso nas unidades de participação (art. 10.º, n.º 2, al. a), do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo), direito à remuneração periódica nos títulos de participação (art. 3.º do Decreto-Lei n.º 321/85, de 5 de Agosto), etc. ⁽¹⁴⁵⁾.

⁽¹⁴³⁾ Sobre estes direitos, vide ALVAREZ, Paula, *Os Direitos de Subscrição em Geral e no Código do Mercado de Valores Mobiliários em Particular*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. II, 285-349, Coimbra Editora, 2000.

⁽¹⁴⁴⁾ Questão diferente será a de saber se, além de individuais, as posições jurídicas devem ser *concretas* ou poderão ser também *abstractas* (sobre a distinção entre direitos abstractos e concretos no tocante às acções, vide CORDEIRO, A. Menezes, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. I, 509 e segs., Almedina, Coimbra, 2004). Trata-se de questão que, uma vez mais, apenas poderá ser resolvida caso a caso: assim, por exemplo, a propósito do chamado direito aos lucros das acções (“Gewinnrecht”, “dividend right”, “droit aux bénéfices”, “diritto agli utili”, “derecho a las ganancias”), existem autores que, ao lado do direito ao dividendo deliberado, admitem a cindibilidade e negociação autónoma do próprio direito à distribuição periódica de lucros (tratando tal transmissão como um negócio condicional sobre direitos futuros, vide SANTOS, F. Cassiano, *A Posição do Accionista Face aos Lucros de Balanço — O Direito do Accionista ao Dividendo no Código das Sociedades Comerciais*, 116 e seg., Coimbra Editora, 1996).

⁽¹⁴⁵⁾ Esta exigência será particularmente relevante e controversa no caso das acções, que encerram uma posição jurídica complexa e unitária (“participação social”) (cf. VASCONCELOS, P. Pais, *Direitos Destacáveis — O Problema da Unidade e Pluralidade do Direito Social como Direito Subjectivo*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. I, 167-176, Coimbra Editora, 1999). É frequente citar-se o direito de voto accionista

E “tertius”, as posições jusmobiliárias inerentes e destacáveis devem ainda ser dotadas de *homogeneidade e negociabilidade*. Tal significa dizer, no essencial, que tais posições se devem consubstanciar em direitos ou deveres idênticos e fungíveis, cujo destaque ou cisão se encontra previsto de modo igual para todos eles — por força da lei (v. g., art. 458.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais) ou dos termos da própria emissão (art. 1.º, al. f), “in fine”, do CVM) — ⁽¹⁴⁶⁾, tornando-os susceptíveis de ser transaccionados num ou vários sistemas legais de negociação organizada. Sublinhe-se que os direitos ou deveres destacados, insusceptíveis enquanto tal de registo de emissão (art. 43.º, n.º 1, do CVM), são objecto de *representação* através de cupões fisicamente independentes no caso dos valores mobiliários titulados (destaque físico) ou de registo em conta autónoma a favor do terceiro novo titular no caso dos valores escriturais ou integrados em sistema (destaque registral) (arts. 46.º, n.ºs 3 e 4, 55.º, n.º 2, e 68.º, n.º 1, al. f), do CVM), de *transmissão* mediante interrupção técnica de negociação dos valores matriciais ou mecanismos alternativos (“maxime”, negociação simultânea “cum” e “ex”) (cf. art. 15.º, n.º 2, do Regulamento CMVM n.º 3/2007, de 5 de Novembro), e de liquidação em sistema (art. 266.º, n.º 1, do CVM).

§ 8. OUTROS VALORES

I. Como foi oportunamente assinalado, o elenco legal constante do art. 1.º do CVM está longe de ser exaustivo ou corresponder a um “nume-

como exemplo de um direito insusceptível de destaque, por se considerar que este descaracterizaria o próprio valor mobiliário subjacente. Isto não é necessariamente assim. Recorde-se que são vários os ordenamentos estrangeiros que admitem a cisão do direito de voto: veja-se assim o caso paradigmático da lei francesa, que admite a existência de valores mobiliários autónomos resultantes do desmembramento das acções em “certificados de investimento” (que consubstanciam os direitos patrimoniais do accionista) e “certificados de direito de voto” (que incorporam os demais direitos organizativos, em especial o de voto). Cf. DAIGRE, Jean-Jacques, *Le Droit de Vote Est-il Encore un Attribut Essentiel de l'Associé?*, in: 575 “Jurisclasseur Périodique (Édition Entreprise)” (1996), 317-318; VIANDIER, Alain, *Certificats d'Investissement et Certificats de Droit de Vote*, in: “Jurisclasseur Périodique” (1983), doctrine, 14117.

⁽¹⁴⁶⁾ Não podemos assim concordar com aqueles autores que apenas reconhecem relevância aos direitos destacáveis legalmente típicos, afirmando que os direitos inerentes aos valores mobiliários apenas são destacáveis se tal cindibilidade estiver prevista na lei (SOARES, António, *Direitos Inerentes a Valores Mobiliários*, 162, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. I, 133-166, Coimbra Editora, 1999).

rus clausus” de valores mobiliários. Ao invés, para além das espécies de valores aí previstas, haverá ainda que ter em conta a existência de *outros valores mobiliários* criados pelo legislador (valores típicos: cf. proémio do art. 1.º do CVM) ou ao abrigo da autonomia privada (valores atípicos: cf. art. 1.º, al. g), do CVM) (147).

Para os presentes efeitos, mencionaremos aqui apenas, de forma sucinta, os *certificados*, os *valores mobiliários convertíveis*, e os *valores mobiliários condicionados por eventos de crédito* (148).

II. Os *certificados* (“investment certificates”, “Zertifikate”) são valores mobiliários representativos de direitos de crédito pecuniários que tomam por referência determinado activo subjacente (149).

A figura encontra-se prevista e disciplinada no Regulamento CMVM n.º 7/2002, de 24 de Maio: nos termos do seu art. 2.º, n.º 1, os certificados são definidos como “valores mobiliários que atribuem ao titular o direito a receber em dinheiro o valor de determinado activo subjacente nas condições fixadas na deliberação de emissão”. Encontramo-nos assim perante um valor mobiliário que funciona como “sósia” ou “clone” financeiro de determinado activo subjacente, dotado de autonomia própria mas cuja existência e valor constitui um reflexo fiel do comportamento deste activo: assim, por exemplo, o titular de um certificado sobre acções cotadas, não realizando um investimento directo nessas acções nem sendo accionista das sociedades emitentes, protagoniza um investimento indirecto nesse tipo de activo cujos frutos acompanharão “pari passu” a evolução das respectivas cotações no mercado. Apesar do seu relevo prático e da sua diversidade prática operacional (“bull certificates”, “discount certificates”, “trackers certificates”, “outperformance certificates”, “bonus certificates”) (150), o regime legal próprio da figura é bastante exíguo, limi-

(147) Sobre os valores mobiliários atípicos, *vide supra* § 1, 3, III.

(148) Para uma visão de conjunto, *vide* DIAS, C. Sofia, *Certificados, Valores Mobiliários Convertíveis e Valores Mobiliários Condicionados por Eventos de Crédito: Algumas Notas Comparativas*, in: 15 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2002), 97-113.

(149) Sobre a figura, *vide* DIAS, C. Sofia, *O Regulamento n.º 7/2002 da CMVM: Certificados*, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. V, 185-213, Coimbra Editora, 2004.

(150) Os chamados “bull certificates”, cuja designação resulta da perspectiva optimista de investimento (“bullish”) que lhe subjaz, constituem a modalidade mais difundida, não possuindo quaisquer limitações de perdas ou de ganhos. Outras modalidades alternativas

tando-se à consagração das suas modalidades (art. 3.º) e das entidades emitentes (art. 4.º), sendo-lhe aplicável subsidiariamente o regime legal dos “warrants” autónomos (art. 5.º, todos do citado diploma regulamentar) ⁽¹⁵¹⁾.

III. Os *valores mobiliários convertíveis* (“reverse convertible”, “umgekerthe Wandelanleihen”) são valores mobiliários representativos de direitos de crédito ao reembolso obrigatório ou facultativo em espécies mobiliárias ⁽¹⁵²⁾.

A figura encontra-se consagrada no Regulamento CMVM n.º 15/2002, de 21 de Novembro, que previu duas modalidades fundamentais: os valores obrigatoriamente convertíveis (“mandatory reverse convertibles”) — que conferem ao titular o direito a receber, na data do vencimento, os activos subjacentes em espécie (acções ou obrigações) (art. 2.º) — e os valores mobiliários opcionalmente convertíveis (“reverse convertibles”) — que conferem ao titular o direito a receber nessa data, por opção do emitente, os activos em espécie (acções ou obrigações), o seu montante pecuniário, ou o valor nominal do próprio valor mobiliário convertível (art. 3.º). O regime jurídico da figura, que é subsidiariamente tributário da disci-

são os “discount certificates” (que permitem investir com desconto no activo subjacente mediante um tecto máximo de ganho), os “quanto certificates” (que replicam o desempenho do activo subjacente sem os riscos associados às taxas de câmbio), os “bonus certificates” (que apostam na estabilidade ou queda ligeira do activo subjacente), e os “outperformance certificates” (que apostam inversamente na sua valorização, mediante um mecanismo de alavancagem).

⁽¹⁵¹⁾ A doutrina discute se os certificados constituem um valor mobiliário em si mesmo, um mero subtipo de “warrant” autónomo, ou até um derivado híbrido: com entendimentos divergentes, *vide* DIAS, C. Sofia, *O Regulamento n.º 7/2002 da CMVM: Certificados*, 209 e segs., in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. V, 185-213, Coimbra Editora, 2004; PINA, C. Costa, *Instituições e Mercados Financeiros*, 481, Almedina, Coimbra, 2005.

⁽¹⁵²⁾ Sobre a figura, *vide* DIAS, C. Sofia, *Certificados, Valores Mobiliários Convertíveis e Valores Mobiliários Condicionados por Eventos de Crédito: Algumas Notas Comparativas*, 99 e segs., in: 15 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2002), 97-113. Noutros quadrantes, *vide* KILGUS, Stefan, *Anleihen mit Tilgungswahlrecht des Emittenten (Reverse Convertible)*, in: 55 “Wertpapier-Mitteilungen — Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht” (2001), 1324-1330; MÜLLER, Jörg, *Aktienanleihen: Einordnung als Termingeschäft und Erfordernis einer schriftlichen Aufklärung*, in: 13 “Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft” (2001), 363-367.

plina geral dos “warrants” autónomos (art. 12.º) ⁽¹⁵³⁾, abrange vários aspectos objecto de regulação específica, entre os quais a delimitação dos tipos de activos subjacentes (art. 5.º), o vencimento dos valores (art. 6.º), as deliberações dos emitentes (art. 7.º), e a publicidade e prospectos de oferta pública destes valores (arts. 8.º a 10.º, todos do citado diploma).

IV. Os valores mobiliários condicionados por eventos de crédito são valores mobiliários representativos de direitos de crédito, pecuniários ou em espécies mobiliárias, cuja existência e valor ficam dependentes de eventos de crédito ⁽¹⁵⁴⁾.

Esta figura — fortemente inspirada nos “credit linked notes” conhecidos nos mercados internacionais — foi consagrada entre nós através do Regulamento CMVM n.º 16/2002, de 21 de Novembro: nos termos do seu art. 2.º, tais valores “atribuem um direito de crédito ao titular que é condicionado por eventos de crédito descritos na deliberação de emissão” (n.º 1), sendo que “a verificação de evento de crédito condicionante pode determinar: a) a diminuição ou o aumento do valor em dinheiro a reembolsar ao titular, a título de capital ou de juros; b) a entrega ao titular dos

⁽¹⁵³⁾ Destaque especial merece tal aplicação subsidiária em matéria das entidades emitentes destes valores, na sequência da revogação do art. 4.º operada pelo Regulamento CMVM n.º 10/2007, de 29 de Novembro. Sublinhe-se ainda que esta aplicabilidade subsidiária não deve ser considerada automática, devendo ser feita com as necessárias adaptações impostas pela própria natureza específica dos valores em causa.

⁽¹⁵⁴⁾ Sobre a figura, vide BORGES, Sofia/MAGALHÃES, Sofia, *Derivados de Crédito — Algumas Notas Sobre o Regime dos Valores Mobiliários Condicionados por Eventos de Crédito*, in: 15 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2002), 115-146; DIAS, C. Sofia, *Certificados, Valores Mobiliários Convertíveis e Valores Mobiliários Condicionados Por Eventos de Crédito: Algumas Notas Comparativas*, 102 e segs., in: 15 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2002), 97-113; noutros quadrantes, vide BRANDT, Sven, *Kreditderivative — Zentrale Aspekte innovativer Kapitalmarktprodukte*, in: 2 “Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht” (2002), 243-254; NASSETTI, F. Caputo/FABBRI, Andrea, *Trattato sui Contratti Derivati di Credito*, 101, Egea, Milano, 2000; WHITTAKER, Greg, *Building Efficient Synthetic Positions and Using Credit Linked Notes*, in: AAVV, “The Handbook of Credit Derivatives”, 5-26, McGraw-Hill, New York, 1999. Este tipo de valor mobiliário pode ser considerado também um instrumento financeiro derivado “lato sensu”, sendo frequente, aliás, que a sua emissão surja no âmbito de uma operação económica mais vasta que inclui ainda a celebração concomitante de “credit default swaps” ou outro contrato derivado creditício, bem como a constituição de um penhor sobre os proventos da emissão a favor dos subscritores: sobre os derivados de crédito, vide ANTUNES, J. Engrácia, *Os Derivados*, 122 e segs. in: 30 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2008), 91-136.

valores mobiliários representativos de dívida” (n.º 2). Trata-se assim, no essencial, de valores representativos de direitos creditícios cuja existência (“an”) e cujo montante (“quantum”) ficam dependentes ou ligados (“linked”) à verificação ou não de um “evento de crédito” (“credit event”), ou seja, de determinado facto susceptível de afectar, positiva ou negativamente, a solvabilidade da entidade emitente ou outras entidades ⁽¹⁵⁵⁾. De novo, não obstante subsidiariamente sujeita às normas sobre “warrants” autónomos (art. 9.º), esta figura evidencia alguns traços regulatórios próprios, entre os quais sobressaem a existência de um elevado valor nominal mínimo (art. 3.º), a limitação das entidades emitentes elegíveis (art. 4.º) e dos valores mobiliários passíveis de entrega (art. 5.º), e o estabelecimento de normas relativas à publicidade e prospectos de oferta pública destes valores (arts. 6.º a 8.º, todos do citado diploma) ⁽¹⁵⁶⁾.

Porto, 31 de Dezembro de 2008.

⁽¹⁵⁵⁾ O legislador não definiu o que se deva entender por “evento de crédito”, conferindo assim à entidade emitente, usualmente um “special purpose vehicle”, uma grande liberdade de conformação no momento da deliberação de emissão do valor (v. g., insolvência, incumprimento de obrigações, reestruturação). *Vide*, a este propósito, a definição de “evento de crédito” (“credit event”) adoptada pela “ISDA — International Swaps and Derivatives Association” (*Credit Derivative Definitions*, ISDA, New York, 2003).

⁽¹⁵⁶⁾ Sublinhe-se ainda que parecem também ficar sujeitos a estas regras, com as necessárias adaptações, os chamados “credit linked warrants”, que encerram meros direitos potestativos de aquisição de valores mobiliários cujo exercício fica dependente ou condicionado por eventos de crédito (NASSETTI, F. Caputo, *Contratti Derivati di Credito — Profili Civilistici e Regolamentari*, 79, Giuffrè, Milano, 1998).