

FUNGIBILIDADE
DE VALORES MOBILIÁRIOS
E
SITUAÇÕES JURÍDICAS MERAMENTE CATEGORIAIS*

MIGUEL GALVÃO TELES**

NOTA INTRODUTÓRIA

1. Tomarei, na exposição, a noção de valor mobiliário num sentido estrito, que não abrange os instrumentos financeiros derivados. Ainda que estes possam ter valores mobiliários como objecto ou como “realidade subjacente”, não parece merecerem sequer a qualificação de valores mobiliários numa acepção própria¹. Em termos práticos, terei em vista os valores mobiliários referidos nos n.ºs 1 e 2 do art. 1.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM). De resto, no art. 204.º do CVM, que constituirá o ponto de referência da análise, os instrumentos financeiros derivados encontram-se referidos (al. b) do n.º 2) diferenciadamente dos valores mobiliários (al. a) do mesmo n.º 2) e o qualificativo “fungíveis” vem atribuído apenas a estes últimos.

* Agradeço a colaboração prestada pela Dr^a Helena Loureiro na recolha e tratamento de material para o presente artigo. Utilizei ainda o resultado de investigações feitas, embora para outro fim, pelo Dr. Filipe Lowndes Marques e pelo Dr. Nuno Andrade Pissarra, as quais igualmente agradeço, sobre impugnação de deliberações sociais em direito comparado. Foi considerada informação obtida até 7 de Junho de 2002.

** Advogado.

¹ José de Oliveira Ascensão, “O Actual Conceito de Valor Mobiliário”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, III, Instituto dos Valores Mobiliários (IVM), Co. Ed., Coimbra, 2001, pp. 46 ss.. Sobre os instrumentos financeiros derivados, *vide*, entre nós, com referência ainda ao Código do Mercado de Valores Mobiliários, Amadeu José Ferreira, “Operações de Futuros e Opções”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 121 ss., e Miguel Cunha, “Os Futuros de Bolsa: Características Contratuais e de Mercado”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, I, IVM, Co. Ed., Coimbra, 1999, pp. 63 ss..

A restrição assim efectuada constitui somente uma delimitação do objecto da indagação. Nada diz sobre a aplicabilidade ou não dos resultados a que se chegar fora do âmbito daquele objecto e designadamente aos instrumentos financeiros derivados.

2. A outra indicação que consta do título refere-se a “situações jurídicas meramente categoriais”. O que se significa com a caracterização traduzida na expressão “meramente categoriais” decorrerá da exposição. Aquilo que aqui pretendo assinalar é que, ao longo desta, falarei indiferentemente de “situações jurídicas” e de “direitos”. Da perspectiva do titular dos valores mobiliários, as situações jurídicas representadas, ainda quando possam envolver obrigações (por exemplo, a obrigação de entrada para realização de capital), ou outras situações passivas, são pelo menos predominantemente activas.

3. Um dos objectivos do presente estudo é o de determinar o que significa o termo “fungibilidade” nos n.ºs 2 e 3 do art. 204.º do CVM e qual a relação que o conceito ou os conceitos válidos para o efeito apresentam com o de coisas fungíveis, referido no art. 207.º do Código Civil. Os resultados só irão sendo apurados durante a análise. O que entretanto se vai dizendo, sobretudo na parte I, baseia-se nos sentidos correntes que intuitivamente se têm atribuído ao termo na doutrina e na prática dos valores mobiliários.

4. O presente texto foi, desde a origem, formulado com destino aos *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Inocêncio Galvão Telles*, na estrutura própria de artigo. Em versão anterior à que ora se publica serviu, porém, de base a exposição oral no curso de pós-graduação de Direito dos Valores Mobiliários do Instituto de Valores Mobiliários, realizado na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, no ano lectivo 2001/2002. Reformulei, em parte, relativamente a essa versão, mas sem alterar o essencial, a matéria respeitante à distinção entre depósito regular e irregular (*infra*, n.º 22), tendo em conta observações então apresentadas pelo Dr. Carlos Lacerda Barata, que foi o comentador, e pelo Prof. Pedro Pais de Vasconcelos, que presidiu à sessão. Devo à Dr^a Ana Paula Costa e Silva a sugestão que permite ultrapassar aquilo que, à primeira vista, me parecia ser uma incongruência entre o art. 204.º, n.º 2, e o art. 99.º, n.º 2, al. a), do CVM (*infra*, n.º 13) e à Dr^a Maria Raquel Rei a observação de que o exemplo utilizado no n.º 40 só vale, na sua pureza, no pressuposto da natureza consensual da compra e venda de títulos.

O Professor Inocêncio Galvão Telles é meu pai. A ele – devo-lhe tudo.

I. O REGIME LEGAL DE FUNGIBILIDADE DE VALORES MOBILIÁRIOS E SEUS ANTECEDENTES

5. Diz o n.º 2 do art. 204.º do CVM:

“Podem ser objecto das operações realizadas em mercado:

- a) *Valores mobiliários fungíveis admitidos à negociação nesse mercado, livremente transmissíveis, integralmente liberados e que não estejam sujeitos a penhor ou a qualquer outra situação jurídica que os onere;*

.....”.

A fungibilidade é, assim, um dos requisitos da negociabilidade em mercado (secundário), seja mercado regulamentado (CVM, art. 199.º, n.º 1, als. a) e b))², seja mercado não regulamentado (CVM, art. 199.º, n.º 1, al. c))³. Os valores mobiliários infungíveis só podem, pois, ser objecto de operações fora de mercado (CVM, art. 210.º).⁴⁻⁵

² Como mercados regulamentados de operações a contado temos os mercados de bolsa, abrangendo o mercado de cotações oficiais (CVM, art. 214.º, n.º 3, e Reg. BVLP 1-C/2000, alterado pelo Reg. 1-C/2002) e o segundo mercado (Portaria n.º 505/2002, de 30 de Abril, Reg. CMVM n.º 16/2000 e Regs. BVLP 1-C/2000, alterado pelo Reg. 1-C/2002, e 4-C/2000), o novo mercado (Portaria n.º 1689/2000, de 7 de Novembro, Reg. CMVM 34/2000 e Reg. BVLP 1-NM 2000), todos geridos presentemente pela Euronext Lisbon – SGMR, S.A., e o mercado especial da dívida pública (Portaria n.º 1183/99, de 4 de Novembro, e Reg. CMVM n.º 22/2000), gerido pela MTS Portugal, SGMR, S.A..

³ Os mercados não regulamentados que existem são o mercado sem cotações (Portaria n.º 113-A/2000, de 29 de Fevereiro, Reg. CMVM 17/2000 e Reg. BVLP 5-C/2000) e o mercado especial das operações por grosso (Reg. CMVM n.º 18/2000 e Reg. BVLP 1-MEOG/2000), ambos actualmente geridos pela Euronext Lisbon.

⁴ Tenha-se em conta que o CVM eliminou, como mercado, aquilo a que o anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários chamava *mercado de balcão* (arts. 174.º, n.º 1, al. b), e 499.º e ss.), o qual, nas palavras do preâmbulo do Dec-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, que aprovou o novo Código, “fica assim reduzido à sua real condição de actividade de intermediação” (n.º 14). A tal eliminação correspondeu um alargamento do âmbito das operações fora de mercado, que deixaram de ficar sujeitas às restrições que se encontravam consignadas no art. 180.º do CodMVM (sobre o regime precedente vide Ana Paula Costa e Silva, “A Transmissão de Valores Mobiliários fora de Mercado Secundário”, *Direito dos Valores Mobiliários*, IVM, I, Co. Ed., Coimbra, 1999, pp. 217 ss.).

⁵ Anote-se que, nos termos do art. 3.º do Reg. CMVM n.º 5/2000, “a entidade gestora (do mercado) pode criar, de acordo com regras previamente registadas na CMVM, sistemas de ofertas de valores mobiliários da mesma categoria dos admitidos em

O n.º 3 do art. 204.º do CVM vem referir valores mobiliários fungíveis nos seguintes termos:

“São fungíveis, para efeitos de negociação em mercado, os valores mobiliários que pertençam à mesma categoria, obedçam à mesma forma de representação, estejam objectivamente sujeitos ao mesmo regime fiscal e dos quais não tenham sido destacados direitos diferentes”.

6. O CVM recolheu, com modificações que adiante serão apreciadas, o que constava, respectivamente para os valores escriturais e para os valores titulados, dos arts. 56.º, n.ºs 1 e 3, e 77.º e ss. do Código do Mercado de Valores Mobiliários (CodMVM).

No que toca aos valores escriturais, afirmava o art. 56.º, n.º 3, que *“os valores mobiliários escriturais da mesma natureza e valor nominal, emitidos pela mesma entidade, que confirmam aos seus titulares direitos iguais e se encontrem integralmente liberados consideram-se fungíveis para todos os efeitos”.* O n.º 1, por seu turno, dizia que os valores mobiliários escriturais *“não têm número de ordem”.*

Quanto aos valores titulados, rezava o art. 77.º que *“serão considerados fungíveis, nos termos e para os efeitos dos artigos seguintes, os títulos da mesma natureza e valor nominal, emitidos pela mesma entidade, que se encontrem integralmente realizados e atribuíam aos seus titulares direitos iguais independentemente da respectiva numeração”.*

Os arts. 78.º, 79.º, 80.º e 83.º indicavam quando é que os títulos ao portador e nominativos se consideravam fungíveis. Sintetizando o conteúdo dos preceitos, pode dizer-se que a fungibilidade existia se e enquanto os títulos estivessem depositados em *“intermediários financeiros legal e estatutariamente autorizados a receber do público valores mobiliários para guarda e administração e ordens de bolsa para a sua transacção e que se encontrem filiados na Central de Valores Mobiliários”* (art. 87.º).

Como consequência da irrelevância do número de ordem dos valores titulados, os arts. 78.º e 79.º dispunham ainda que, quando o depósito cessar, o intermediário financeiro *“poderá restituir ao depositante, ou a quem a eles tiver direito, títulos idênticos aos depositados*

mercado por ela gerido que não preencham os requisitos da alínea a) do n.º 2 do artigo 204.º do Código dos Valores Mobiliários” (n.º 1), devendo tais sistemas ser *“inequivocamente separados dos sistemas de negociação dos referidos mercados”* (n.º 2). Quanto sei, a faculdade não foi, até agora, exercida. De qualquer modo, por força do n.º 2 do art. 204.º do CVM, esses “sistemas de ofertas” conduzirão a operações fora do mercado.

mas de diferente numeração” (art. 78.º, n.º 1, *in fine*, e art. 79.º, n.º 1, *in fine*).

7. O CodMVM tinha, neste domínio, antecedentes no Dec-Lei n.º 210-A/87, de 27 de Maio, e no Dec-Lei n.º 229-D/88, de 4 de Julho.

O Dec-Lei n.º 210-A/87 veio prever, quanto a valores mobiliários depositados em instituições financeiras, um sistema de liquidação de operações de bolsa no qual os títulos apenas fossem movimentados para regularizar os saldos apurados pelos serviços de liquidação e compensação. Como pressuposto de que o regime fosse aplicado, exigia-se, na al. c) do n.º 3 do art. 1.º, que do contrato de depósito constasse *“a obrigação, por parte do depositante, de aceitar, no caso de restituição dos títulos depositados, outros da mesma espécie e valor, que confirmem idênticos direitos, qualquer que seja a sua numeração”*.

Por seu turno, o art. 2.º, sob a epígrafe *“fungibilidade”*, estabelecia que *“poderão as comissões directivas das bolsas estabelecer que o sistema de liquidação possa abranger valores mobiliários fungíveis, considerando-se como tal os valores mobiliários da mesma espécie e valor que confirmem direitos idênticos, qualquer que seja a sua numeração”*.

8. O Dec-Lei n.º 229-D/88, baseado em projecto do Prof. Pessoa Jorge e inspirado no direito brasileiro, introduziu entre nós a possibilidade de acções escriturais.

O diploma não se referia explicitamente a fungibilidade. Mas o n.º 1 do art. 2.º dizia que *“as acções escriturais não têm número de ordem...”*. E o Prof. Pessoa Jorge, na exposição de motivos respeitante a este art. 2.º, salientava que *“o regime das acções escriturais, tal como é proposto, elimina a exigência do número de ordem, com o objectivo de lhes conferir plena fungibilidade”*⁶.

9. Regressando ao CVM, anotar-se-á que, no que toca aos valores escriturais, deixa de se dizer, de forma ostensiva, como o faziam o Dec.-Lei n.º 229-D/88 e o Código do Mercado, que não têm número de ordem. Mas continuam a não o possuir. Isso resulta do art. 68.º, n.º 1, al. b), segundo o qual aquilo que se lança nas contas de registo individualizado são as **quantidades** adquiridas e alienadas⁷.

⁶ Fernando Pessoa Jorge, “Acções Escriturais (Projecto de diploma legal)”, *O Direito*, 121, I (1989), p. 104.

⁷ Amadeu José Ferreira (*Valores Mobiliários Escriturais – Um Novo Modo de*

10. Já no domínio dos valores titulados são relativamente profundas as alterações introduzidas pelo CVM, as quais se encontram em parte ligadas à revogação do regime de depósito ou registo obrigatório constante do Dec-Lei n.º 408/82, de 29 de Setembro, e à eliminação do mercado de balcão.

Antes de mais, admite-se que toda a emissão ou toda a série seja representada por um único título, que incorpore valores mobiliários com titulares diferentes⁸. Em tal caso, o título tem de ser depositado em sistema centralizado ou em intermediário financeiro (art. 99.º, n.º 2, al. b)).

Fora disso, o depósito de valores mobiliários titulados pode ser feito em intermediário financeiro autorizado, por iniciativa do titular (art. 99.º, n.º 1, al. a)), ou em sistema centralizado, por iniciativa do emitente ou de modo necessário (art. 99.º, n.º 1, al. b)). O depósito em sistema centralizado é necessário para que os valores mobiliários sejam admitidos à negociação em mercado regulamentado ou quando o estejam (art. 99.º, n.º 2, al. a)).

Os valores mobiliários representados por título global depositado em intermediário financeiro ficam, de harmonia com o n.º 5 do art. 99.º, sujeitos ao regime dos valores mobiliários escriturais registados num

Representação e Circulação de Direitos, Alm., Coimbra, 1997, p. 167) afirma que “a fungibilidade é ... inerente à inscrição em conta”. Por mim diria que o é se a identificação, na conta, se fizer apenas por “categoria” e quantidade, como sucedia no CodMVM e sucede no CVM. Veja-se o que adiante se afirma no texto (n.ºs 35, 36 e 51).

⁸ Note-se que são profundamente diferentes as situações em que o título único representa ou pode representar direitos de uma pluralidade de titulares e aquelas em que o título único representa todos os valores de uma emissão ou série subscritos pela mesma pessoa. Nem o Código Comercial, nem o Código das Sociedades Comerciais (CSC) impediam a segunda modalidade. Quando se quisesse alienar parte dos valores mobiliários representados pelo título, procedia-se à divisão deste. A novidade reside na introdução da primeira modalidade de título único, que pode ser chamada, para marcar a diferença, *título global* (designação que corresponde aliás à expressão inglesa “*global certificate*”). O título global apareceu historicamente como forma dita de *imobilização* dos valores mobiliários e é costume distinguir o título global em *permanente* (só pode ser dividido em casos limitados, em princípio fixados na deliberação de emissão), *quase permanente* (os titulares de valores mobiliários podem requerer a emissão de títulos, sendo o título global reduzido *pro tanto*) e *temporário* (título global com natureza transitória, destinado a ser substituído por pluralidade de títulos) (*vide* Roy Goode, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, in Fidelis Oditah (ed.), *The Future for the Global Securities Market*, Clarendon P., Oxford, 1996, pp. 110-111; Joanna Benjamin, *The Law of Global Custody*, Butterworths, Londres *et al.*, 1996, pp. 13-14). O título global esteve na origem da circulação escritural de valores mobiliários, efectuada através dos registos do depositário.

único intermediário financeiro, o que parece implicar a sua fungibilidade, nos termos próprios dos valores escriturais.

De harmonia com o n.º 1 do art. 106.º, “*após o depósito dos títulos no sistema centralizado, os valores mobiliários são registados em conta, devendo mencionar-se nos títulos a integração em sistema centralizado e respectiva data*”. Por força do art. 105.º, “*aos valores mobiliários integrados em sistema centralizado é aplicável o disposto para os valores mobiliários escriturais integrados em sistema centralizado*” – o que parece, de novo, implicar a sua fungibilidade.

11. O art. 99.º, n.º 4, diz que “*os títulos depositados em intermediário financeiro mantêm o número de ordem*”. A redacção é estranha. Segundo o art. 97.º, n.º 1, al. a), uma das menções que os títulos devem conter é o número de ordem. Anote-se, de passagem, que, de harmonia com toda a tradição, o número de ordem não é propriamente dos títulos, mas dos valores mobiliários. Se um título representar vários valores mobiliários, o título dirá “*números tal a tal*”. Esta é, aliás, a única maneira pela qual não haverá necessidade de alterar o número de ordem no caso de divisão ou concentração de títulos. Tomando à letra o n.º 4 do art. 99.º, teríamos, *a contrario*, que os títulos depositados em sistema centralizado perderiam o número de ordem, o que implicaria que este fosse cancelado. Não tenho conhecimento de que haja prática nesse sentido. De qualquer modo, mesmo sem função individualizadora, o número de ordem nos títulos tem importância como prevenção contra falsificações. E os títulos que estejam agora depositados em sistema centralizado podem amanhã deixar de está-lo.

Suponho que aquilo que o n.º 4 do art. 99.º significa é que o número de ordem nos títulos depositados em intermediário financeiro mantém relevância – em rigor, relevância individualizadora.

12. Teremos assim hoje – ressaltando compromissos quanto ao sentido em que a palavra “fungibilidade” ou seus derivados são utilizados – um regime em que serão legalmente fungíveis os valores mobiliários titulados representados por título global e os representados por títulos depositados em sistema centralizado. Não serão fungíveis por imposição legal os títulos depositados em intermediário financeiro e ainda – porque a lei nada diz a seu respeito – os títulos não depositados (títulos “vivos”). A fungibilidade foi associada ao regime escritural de circulação. Conforme se viu, tanto os valores representados por título global depositado em intermediário financeiro como os depositados em sistema centralizado, sendo embora titulados, ficam submetidos ao regime de circulação próprio dos valores

escriturais. Os registos em contas individualizadas são efectuados ou pelo intermediário financeiro onde o título global se encontra depositado ou pelo sistema centralizado.

13. O depósito em sistema centralizado, seja de pluralidade de títulos, seja de título global, é requisito de negociabilidade dos valores mobiliários titulados em mercado regulamentado (art. 99.º, n.º 2, al. a)). Em mercado não regulamentado poderão negociar-se, além deles, os representados por título global depositado em intermediário financeiro (art. 99.º, n.º 2, al. b)).

O n.º 4 do art. 99.º deverá ser interpretado no sentido de não abranger o título global. Ao falar de títulos, no plural, o texto permite tal entendimento. E este é não só o único que se coaduna com o modo escritural de circulação próprio dos valores representados por título global, como aquele que permite evitar o que, de outro modo, seria uma incongruência entre o art. 204.º, n.º 2, e o art. 99.º, n.º 2, al. a)). O art. 204.º, n.º 2, requer fungibilidade como requisito de negociabilidade em mercado. Uma vez que, na acepção do art. 204.º, n.º 2, se hão-de tomar como fungíveis todos os valores escriturais, se só fossem fungíveis, para tais efeitos, os valores titulados depositados em sistema centralizado, não se perceberia por que razão o n.º 2, al. a)), do art. 99.º exigiria o depósito em sistema centralizado como requisito de negociação em mercado *regulamentado* e não, pura e simplesmente, em mercado.

14. São, desta forma, actualmente bem mais limitados do que no âmbito do CodMVM os casos em que, por determinação legal, como diziam os arts. 78.º, n.º 1, e o art. 79.º, n.º 1 de tal diploma, o depositário poderá “*restituir ao depositante, ou a quem a eles tiver direito, títulos idênticos aos depositados mas de diferente numeração*”. Tais casos cingem-se praticamente aos de divisão de título global (em princípio, apenas nas condições previstas na emissão)⁹ e de cessação de depósito de pluralidade de títulos em sistema centralizado. O depósito em sistema centralizado pode cessar: se foi efectuado por iniciativa de emitente, no caso de este o deliberar; se o foi em conexão com admissão à negociação em mercado (regulamentado), pelo menos se os valores dela forem excluídos¹⁰. Ora, a

⁹ Sobre as consequências do “desdobramento” de título único, *vide* o art. 19.º, n.º 3, al. b), do Reg. CMVM n.º 14/2000.

¹⁰ *Vide* ainda o art. 44.º do Reg. CMVM n.º 14/2000, quanto ao levantamento por iniciativa do titular ou resultante de transferência para intermediário financeiro não aderente ao sistema.

fungibilidade dos valores entretanto verificada torna impossível estabelecer a conexão entre os titulares originários e a titularidade actual, salvo se não tiver chegado a haver negociação.

15. Por outro lado, hoje, ao contrário do que sucedia no âmbito do CodMVM, não há movimentação “física” de títulos fungíveis no âmbito da transmissão de valores. No CodMVM eram fungíveis títulos depositados em intermediários financeiros diferentes, desde que integrados na Central de Valores Mobiliários (arts. 78.º, n.º 1, 79.º, n.º 1, e 87.º). Por isso havia que movimentar “fisicamente” saldos, de intermediário para intermediário financeiro. Presentemente, são apenas fungíveis os valores representados por título global ou depositados em sistema centralizado – subentende-se, num único sistema centralizado. Ora, nem o título global, nem o conjunto dos títulos depositados em sistema centralizado se movimentam “fisicamente” no quadro das transmissões de valores.

16. Uma nota, antes de prosseguir.

Conforme se verá na sequência, o tema da fungibilidade de valores mobiliários prende-se com a questão da identificação objectiva destes. Porque os valores mobiliários fungíveis podem pertencer a pessoas diversas, uma análise completa consideraria ainda a relação dos problemas de identificação objectiva com os da identificabilidade da cadeia subjectiva na negociação dos valores mobiliários. Não é possível abranger aqui essa matéria e nada do que direi tem por pressuposto necessário uma posição nela, designadamente a respeito da tese, aberta pela Dr^a Ana Paula Costa e Silva¹¹ e prosseguida pelo Prof. Oliveira Ascensão¹², segundo a qual a compra e venda de valores mobiliários em bolsa – hoje, porventura, em mercado – resulta de negócios unilaterais não individualizadamente articulados e a aquisição é originária. Penso que, de qualquer modo, independentemente da construção jurídica adoptada, tais estudos demonstraram a impossibilidade, em regra, de identificar uma cadeia subjectiva de titularidade em consequência das operações em mercado (secundário) regulamentado, ainda que se traga à colação (ou sobretudo se se trouxer à colação), como é necessário, a natureza da relação entre o ordenante e o

¹¹ “Compra, Venda e Troca de Valores Mobiliários”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, pp. 248 ss., e “Efeitos do Registo e Valores Mobiliários. A Protecção Conferida ao Terceiro Adquirente”, *ROA*, 58, II (1998), pp. 859 ss..

¹² “A Celebração de Negócios em Bolsa”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, I, IVM, pp. 177 ss.

corretor, que parece continuar a ser configurável como comissão (CVM, art. 290.º, n.º 1, als. a), e b), e 309.º, n.º 4)¹³, e o tema da distinção entre as relações dos corretores entre si, por um lado, e, por outro, destes, como mandatários sem representação, com os respectivos ordenantes.

II. FUNGIBILIDADE E DEPÓSITO DE TÍTULOS

17. Segundo o art. 207.º do Código Civil, “*são fungíveis as coisas que se determinam pelo seu género, qualidade e quantidade, quando constituam objecto de relações jurídicas*”.

Raul Ventura e Menezes Cordeiro assinalam que a expressão *res fungibiles* foi introduzida, no séc. XVI, por Zasius, a propósito de um texto de Paulo sobre o contrato de *mutui datio*, onde se diz que este deve incidir sobre coisas que se determinam pelo peso, número e medida¹⁴.

A noção de coisas fungíveis – que assim tem as suas raízes no direito romano – generalizou-se, com aquela ou outra designação, e foi consagrada, com a denominação de coisas substituíveis ou representáveis (*vertretbare Sachen*), no § 91 do BGB. A distinção entre coisas fungíveis e infungíveis era correntemente utilizada entre nós na vigência do Código de Seabra¹⁵, o qual, sem conter definição, aludia à distinção em variados preceitos (p.

¹³ Para o direito anterior, v. Amadeu José Ferreira, “Ordem de Bolsa”, *ROA*, 52, II (1992), p. 506; Oliveira Ascensão, “A Celebração de Negócios em Bolsa” cit., pp. 178 ss.; António Soares, “Negociação, Liquidação e Compensação de Operações sobre Valores Mobiliários”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, pp. 316 ss..

¹⁴ Raul Ventura, “O Contrato de Compra e Venda no Código Civil”, *ROA*, 43 (1983), p. 599, e Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil Português*, I, t. II, 2ª ed., Alm., Coimbra, 2002, p. 151. Vide *Dig.* 12.1.2.1. e *Gaio, Inst.*, III.90.

¹⁵ Ainda antes do Código de 1867, vide Coelho da Rocha, *Instituições de Direito Civil*, I, 6ª ed. (reimp.), Imp. da Univ., Coimbra, 1886, pp. 53-54. Depois, p. ex., Guilherme Moreira, *Instituições de Direito Civil Português*, I, Imp. da Univ., Coimbra, 1907, pp. 352-354; Teixeira de Abreu, *Curso de Direito Civil*, I, Imp. da Academia de Coimbra, 1910, pp. 230-237; Carneiro Pacheco, *Direito Civil*, Prelecções coligidas por Joaquim da Silva Pinto, Tip. da Coop. Militar, Lisboa, 1931, pp. 160-161; Cunha Gonçalves, *Tratado de Direito Civil*, vol. V, Co. Ed., Coimbra, 1932, pp. 21-23; Cabral de Moncada, *Lições de Direito Civil*, Alm., Coimbra, 4ª ed. (1962), reimp., 1995, pp. 421-426; Inocêncio Galvão Telles, *Direito Civil – Teoria Geral*, Lições proferidas no ano lectivo de 1947-48 coligidas por Fernando Mendes Leal e Fernando Pessoa Jorge, pp. 434 ss.; Manuel de Andrade, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, I, Alm., Coimbra, reimp. 1983, pp. 252-254; Dias Marques, *Teoria Geral do Direito Civil*, I, Co. Ed., Coimbra, 1958, pp. 317-318; Pires de Lima e Antunes Varela, *Noções Fundamentais de Direito Civil*, II, 5ª ed., Co. Ed., Coimbra, 1962, pp. 21-22.

ex., arts. 765.º, 1259.º, 1260.º, 1636.º, 1637.º, 2209.º). O Código Civil de 1966 resolveu definir, no art. 207.º, o conceito de coisas fungíveis.

A formulação do preceito tem sido criticada, no que toca à locução “quando constituam objecto de relações jurídicas”¹⁶. A maneira de dizer é, sem dúvida, infeliz, mas reconhece-se que com ela se quer significar que não há coisas fungíveis por natureza. Tudo dependerá do modo como forem consideradas em cada particular “relação jurídica”. Quando muito, haverá coisas que são normalmente fungíveis¹⁷.

Anote-se ainda que o Código Civil estende a noção de fungibilidade e o respectivo termo às prestações de facto (positivas) – p. ex., art. 828.º – e que a doutrina faz uso corrente da distinção entre prestações fungíveis e infungíveis¹⁸.

18. As acções e obrigações tituladas eram vulgarmente consideradas, designadamente entre nós, como títulos de crédito¹⁹ – títulos de crédito em sentido amplo quanto às acções, porque não incorporam apenas direitos de crédito.

Reconhece-se, por outro lado, e por regra, que nos títulos de crédito há um direito real (ou próximo deste) – propriedade ou/e posse – sobre o título (enquanto papel) e que se estabelece uma qualquer conexão (essa controversa) entre tal direito e o direito incorporado no título²⁰.

¹⁶ Oliveira Ascensão, *Teoria Geral do Direito Civil*, vol. II, AAFDL, Lisboa, 1991, pp. 60-62; Menezes Cordeiro, *ob. cit.*, I, t. II, p. 153; Carvalho Fernandes, *Teoria Geral do Direito Civil*, I, 3ª ed., UCE, Lisboa, 2001, p. 697.

¹⁷ V. autores e lugares citados na nota anterior, com excepção de Oliveira Ascensão. Cfr, ainda, p. ex., Raul Ventura, *est. cit.*, pp. 599-600; Pires de Lima e Antunes Varela, *Código Civil Anotado*, vol. I, 4ª ed., Co. Ed., Coimbra, 1987, p. 201; Castro Mendes, *Teoria Geral do Direito Civil*, vol. I, AAFDL, Lisboa, 1978, pp. 408-409; Heinrich E. Hörster, *A Parte Geral do Código Civil Português*, Alm., Coimbra, 1992, p. 186.

¹⁸ Inocêncio Galvão Telles, *Direito Civil – Teoria Geral*, cit., pp. 438 ss., e *Direito das Obrigações*, 7ª ed., Co. Ed., Coimbra, 1997, pp. 38-39; Menezes Cordeiro, *Direito das Obrigações*, AAFDL, Lisboa, 1994 (reimp.), pp. 340-341; M. J. Almeida Costa, *Direito das Obrigações*, 8ª ed., Alm., Coimbra, 2000, pp. 633-634; Luís Menezes Leitão, *Direito das Obrigações*, I, Alm., Coimbra, 2000, pp. 118-120.

¹⁹ José Gabriel Pinto Coelho, “Estudo sobre as Acções das Sociedades Anónimas”, *RLJ*, 88 (1955), pp. 161 ss.; Ferrer Correia, *Lições de Direito Comercial*, reimp. 1994, Lex, Lisboa, p. 416; Fernando Olavo, *Direito Comercial*, vol. II-2ª Parte, Fasc. I, Co. Ed., Coimbra, 1977, pp. 45 ss.; Oliveira Ascensão, *Direito Comercial*, vol. III, AAFDL, Lisboa, 1992, p. 6; Pedro Pais de Vasconcelos, *Direito Comercial, Títulos de Crédito*, AAFDL, Lisboa, 1988/89, pp. 25-26.

²⁰ Ferrer Correia, *ob. cit.*, p. 433; Fernando Olavo, *ob. cit.*, pp. 17-18 e 24; Oliveira Ascensão, *ob. cit.* por último, pp. 57-59.

Um primeiro modo de abordar o tema da fungibilidade – ou infungibilidade – dos valores mobiliários, perfeitamente legítimo aliás, consiste em, no que toca aos valores titulados, o considerar da perspectiva de serem fungíveis ou infungíveis os títulos (enquanto papel), como coisas (corpóreas)²¹.

19. Permita-se-me aqui um parêntesis. O primeiro título fungível foi o papel-moeda. O papel-moeda era indiscutivelmente um título de crédito no período de convertibilidade – representava um crédito a uma quantidade de ouro. O papel-moeda fiduciário incorporará um simples “direito de liberação”, correspondente ao curso legal da moeda. Mas constitui tipicamente um título ao portador.

20. Quando os títulos fossem, nos termos do CodMVM, ou sejam, nos do CVM, fungíveis como coisas, então, pelo menos à primeira vista, o seu depósito haveria de ser **irregular**. É o que resulta directamente do art. 1205.º do Código Civil: “*diz-se irregular o depósito que tem por objecto coisas fungíveis*”²².

É entendimento comum que, seja qual for a sua natureza jurídica, o depósito irregular tem um efeito translativo da propriedade e da posse para o depositário²³. Isso mesmo decorre do art. 1206.º do Código Civil, que manda aplicar ao depósito irregular, na medida do possível, as normas relativas ao contrato de mútuo. De harmonia com o art. 1144.º, “*as coisas mutuadas tornam-se propriedade do mutuário pelo facto da entrega*”.

²¹ Já em 1906 Ruy Ulrich assinalava que “*os valores mobiliários (são) cousas essencialmente fungíveis*”, pelo que “*as ordens de bolsa nunca contêm a indicação dos números dos títulos a adquirir, o que não obsta a que o corretor deva tomar nota deles ao realizar a operação ...*” (*Da Bolsa e suas Operações*, Impr. da Univ., Coimbra, 1906, p. 431). Cfr. Amadeu José Ferreira, *Valores Mobiliários Escriturais ...*, cit., p. 25, nota 37.

²² Pessoa Jorge fala expressamente, a propósito do Dec-Lei n.º 210-A/87, de *depósito irregular de valores mobiliários* (est. cit., pp. 95-96). Cfr. ainda Carlos Ferreira de Almeida, “Desmaterialização dos Títulos de Crédito: Valores Mobiliários Escriturais”, *Revista da Banca*, 26 (Abril/Junho 1993), p. 26; e Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários, Conceito e Espécies*, 2ª ed., UCP, Porto, 1998, pp. 38-39.

²³ P. ex., José Gabriel Pinto Coelho, “Operações de Banco”, *RLJ*, ano 81 (1948), pp. 21-22; Pires de Lima e Antunes Varela, *Código Civil Anotado*, vol. II, 3ª ed., Co. Ed., Coimbra, 1986, anotações aos arts. 1205.º e 1206.º, pp. 782 e ss.; Menezes Cordeiro, *Manual de Direito Bancário*, 2ª ed., Alm., Coimbra, 2001, pp. 518-520; Augusto de Atháide e Luís Branco, “Operações Bancárias”, in DIOGO LEITE DE CAMPOS (coord.), *Direito das Empresas*, INA, 1990, p. 321; Paula Camanho, *Do Contrato de Depósito Bancário*, Alm., Coimbra, 1998, pp. 149 ss.

O depósito de valores mobiliários fungíveis haveria pois de ter efeito translativo da propriedade e posse do título para o depositário, acompanhado de um qualquer efeito translativo relativamente aos direitos incorporados. Simplesmente, o depósito de valores mobiliários não possui tal efeito translativo – e não o possui por expressa disposição legal.

Diz o art. 100.º do CVM:

“1. A titularidade sobre os valores mobiliários titulados depositados não se transmite para a entidade depositária, nem esta pode utilizá-los para fins diferentes dos que resultem do contrato de depósito.

2. Em caso de falência da entidade depositária, os valores mobiliários não podem ser apreendidos para a massa falida, assistindo aos titulares o direito de reclamar a sua separação e restituição”.

Estabelecia já o art. 84.º do CodMVM, nos n.ºs 1 e 2:

“1. Em nenhum caso o depósito de valores fungíveis implicará que a sua propriedade se transfira para o depositário, nem que este possa utilizá-los para fins diferentes dos que resultem do contrato de depósito.

2. Ocorrendo a falência do depositário, os valores depositados não podem ser apreendidos para a massa falida, e aos seus titulares assistirá, sempre que indevidamente o tenham sido, o direito de reclamar a sua separação e restituição nos termos dos artigos 1237.º e seguintes do Código de Processo Civil.

.....”.

O depósito de valores mobiliários (titulados) fungíveis tem assim um regime radicalmente diferente do depósito de outras coisas fungíveis, e designadamente do depósito de dinheiro, em particular do depósito bancário (sem discutir aqui se é verdadeiro depósito irregular ou não²⁴).

21. A primeira parte do art. 1782.º do *Codice Civile* afirmava que, *“se o depósito tiver por objecto uma quantidade de dinheiro ou de outras coisas fungíveis, com a faculdade, para o depositário, de se servir delas, este adquire a sua propriedade e fica obrigado a restituir outras tantas da mesma espécie e quantidade”*²⁵.

²⁴ Vide, em particular, José Gabriel Pinto Coelho, est. cit., pp. 21 ss.; Menezes Cordeiro, ob. cit. por último, pp. 513 ss.; Augusto de Athaide e Luís Branco, est. cit., pp. 321-323; Paula Camanho, ob. cit., especialmente pp. 145 ss.; e Calvão da Silva, *Direito Bancário*, Alm., Coimbra, 2001, pp. 347-349.

²⁵ Vide ainda o § 700 do BGB.

Do anteprojecto Galvão Telles relativo ao contrato de depósito²⁶ constava, no art. 21.º:

“§ 1.º – Diz-se depósito irregular aquele que versa sobre dinheiro ou outras coisas fungíveis, com a faculdade para o depositário de dispor do objecto.

§ 2.º – O depositário adquire em tal caso a propriedade do dinheiro ou das coisas e fica com a obrigação de restituir outro tanto do mesmo género e qualidade”.

O art. 22.º mandava aplicar, devidamente adaptadas, as disposições sobre o mútuo.

Julgo que a utilização da expressão “*dispor do objecto*”, em vez da locução “*se servir das coisas*”, que constava do Código italiano, correspondia à ideia correcta de que a faculdade do depositário de se servir das coisas não seria, à letra, suficiente para justificar a transmissão da propriedade. Mas parece que na “disposição do objecto” se haveria de incluir o acto de consumir a coisa, se esta fosse consumível.

A revisão ministerial eliminou o § 2.º do art. 21.º, provavelmente por entender que a remissão para o regime do mútuo seria suficiente, uma vez que neste se estabelecia que a propriedade das coisas mutuadas se transmitia para o mutuário. Mas eliminou ainda a parte final do § 1.º – respeitante à faculdade do depositário de dispor do objecto do depósito. Também provavelmente, o pressuposto terá sido o de que, sempre que o depósito fosse de coisa fungível, tal faculdade existiria. Mas o regime do depósito de títulos representativos de valores mobiliários revela que o pressuposto é falso.

22. Nunca se perceberia por que razão a autonomia privada não poderia excluir o poder do depositário de coisa fungível de dispor dela ou de a consumir – a transmissão da propriedade para o depositário de coisas fungíveis não constitui seguramente regime imperativo. De qualquer modo, o art. 100.º do CVM mostra que pode haver depósito de coisas fungíveis sem translação de propriedade.

²⁶ “Contratos Civis”, *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, vols. IX (1953), pp. 144 ss. e X (1954), pp. 161 ss., e *BMJ*, 83 (1959), pp. 114 ss.. O articulado relativo ao depósito encontra-se a pp. 234 e ss. do vol. X da Revista e a pp. 270 e ss. do Boletim. No que toca à exposição de motivos, vejam-se pp. 213 e ss. do vol. IX da Revista e pp. 176 e ss. do Boletim.

O problema conceitual ou, se se preferir, tipológico associa-se a questões de regime jurídico. E estas são de duas diferentes naturezas. Uma consiste em saber quando é que há translação de propriedade, a qual só se justifica se o contrato atribuir ao depositário, na fórmula Galvão Telles, o “*poder de dispor da coisa*”. Outra é a de saber se há norma supletiva e qual.

Naquilo que uma definição legal possa ter de prescritivo, o que se encontra no art. 1205.º valerá como norma supletiva: na falta de declaração, expressa ou tácita, em contrário, entende-se que, se o depósito for de coisa fungível, se atribui ao depositário a faculdade de dispor da coisa, incluindo a de a consumir (caso a coisa seja consumível). Mas tal solução só é aplicável no âmbito do depósito civil. Para o depósito mercantil, o regime supletivo é precisamente o inverso, nos termos do art. 406.º do Código Comercial, que, à letra, exige mesmo convenção expressa para que o depósito seja tratado como irregular²⁷.

Da perspectiva dos tipos legais de contrato, são contratos nominados (perante o Código Civil) o depósito regular de coisa infungível (arts. 1185.º a 1204.º) e o depósito (irregular) de coisa fungível com poder do depositário de dispor da coisa (arts. 1205.º e 1206.º). O depósito de coisa fungível sem poder de disposição por parte do depositário representará um contrato inominado. Mas é manifesto que o seu regime se terá de aproximar muito mais daquele que se encontra consignado nos arts. 1187.º e seguintes do Código Civil, respeitantes ao depósito regular, do que do regime do mútuo. Haverá algumas particularidades relativamente ao depósito de coisa infungível: designadamente, se a coisa se perder, cabendo a responsabilidade ao depositário, este poderá (e deverá) substituí-la. E, evidentemente, a restituição pode fazer-se em coisa do mesmo género e qualidade.

Tudo isto justificará que se restrinja o conceito operativo de depósito irregular ao caso em que o depositário goze do “poder de dispor da coisa”. O depósito regular terá duas modalidades: uma, nominada, de coisas infungíveis, e outra, inominada, de coisas fungíveis. O depósito de coisas

²⁷ É curioso notar que o art. 406.º do Código Comercial usa fórmula semelhante à que veio a ser adoptada pelo Código Civil italiano, falando da faculdade de o depositário “*se servir da cousa*”. Mas a sequência (“*já para si ou seus negócios, já para operações recomendadas por aquele*”) e a previsão da aplicação do regime do empréstimo mercantil mostrava que naquela expressão se inclui a faculdade de disposição (como, aliás, sucede no próprio *Codice Civile*). Sobre o depósito mercantil, vide Adriano Anthero, *Comentário ao Código Comercial Português*, II, 2ª ed., Coop. Port. Ed., Porto, 1913-1915, pp. 393 ss., e Cunha Gonçalves, *Comentário ao Código Comercial Português*, II, Ed. José Bastos, Lisboa, 1916, pp. 470 e ss..

infungíveis será sempre regular. O de coisas fungíveis poderá ser regular ou irregular.

Neste quadro, o depósito de títulos fungíveis representativos de valores mobiliários, nos termos legalmente previstos, constituirá um **depósito regular de coisas fungíveis**.

23. Problema mais complexo consiste em saber como configurar os direitos sobre os títulos fungíveis depositados. Lembre-se que tais títulos podem representar e representam normalmente direitos de uma pluralidade de pessoas.

O regime do depósito de títulos representativos de valores mobiliários constante hoje do art. 100.º do CVM e anteriormente do art. 84.º do CodMVM exclui que o depositário seja mais do que um simples detentor por conta alheia. Os direitos sobre os títulos não-de pertencer assim aos depositantes ou aos seus “sucessores” (utilizo aqui a palavra sucessores sem nenhum compromisso de rigor). Sendo, porém, vários os depositantes, isto é, existindo pluralidade subjectiva, como se articulam os seus direitos?

Um primeiro modo de conceber a situação consistiria em entender que cada depositante fica titular dos títulos que depositou, transmitindo-se essa titularidade aos “sucessores” de cada um. Da fungibilidade resultaria apenas a faculdade de o depositário entregar títulos de titularidade alheia no momento da restituição. Nesse caso haveria uma como que sub-rogação real. O modelo pressuporia não só a possibilidade de identificar “sucessores”, numa cadeia subjectiva – ponto do qual não tratarei –, como a de individualizar os valores objecto de cada operação, a qual, a benefício de demonstração ulterior, não existe.

O modo alternativo de construção – que foi, perante o CodMVM, sustentado por Carlos Osório de Castro²⁸ – traduz-se em configurar uma **contitularidade** dos depositantes sobre a totalidade dos títulos depositados fungíveis entre si. Anote-se que, quando exista título global, um esquema desta natureza é sempre indispensável para conceber os direitos sobre o mesmo, desde que haja pluralidade subjectiva²⁹.

24. Simplesmente, nem no caso de título global, nem no de títulos fungíveis, a contitularidade segue o modelo (puro) da *compropriedade*.

²⁸ *Valores Mobiliários...*, 2ª ed., cit., pp. 41-43.

²⁹ *Vide* Roy Goode, est. cit., p. 112. Mais delicado é o problema posto por sistemas como o *Euroclear* ou a *Cedel*, de que aqui não se tratará. *Vide*, sobre o tema, Roy Goode, est. cit., pp. 112 ss.; Joanna Benjamin, ob. cit., pp. 136-137, e *Interests in Securities*, Oxford Univ. P., 2000, pp. 23-25.

Basta a circunstância de os direitos incorporados no título global ou nos títulos fungíveis não serem exercidos por representante comum, mas por cada um dos contitulares, na parte que lhe corresponda.

O nosso Código Civil – seja a propósito da contitularidade de direitos sobre um objecto (arts. 1403.º ss.), seja a propósito de contitularidade de uma pluralidade de objectos, configurada ou não como universalidade, nos casos, p. ex., de comunhão conjugal (arts. 1721.º ss.) e de herança indivisa (arts. 2069.º e 2080.º ss.) – concebe a contitularidade como comunhão. No que toca ao título global ou aos títulos depositados representativos de valores mobiliários fungíveis parece, porém, haver uma “contitularidade divisa”, por oposição à “contitularidade indivisa” própria da comunhão. Dir-se-á que falar de “contitularidade divisa” representa uma contradição nos termos e de “contitularidade indivisa” um pleonismo, visto que a contitularidade supõe indivisão do objecto. A contradição ultrapassa-se por uma discriminação naquele: na “contitularidade divisa” há comunhão quanto ao título e titularidades individuais quanto aos direitos incorporados. No que toca a valores mobiliários, tal forma de contitularidade distingue-se daquela em que existe contitularidade não só do título como dos direitos incorporados ou, tratando-se de valores escriturais, em que há contitularidade dos direitos representados (p. ex., CSC, art. 303.º, e CVM, art. 68.º, n.º 1, al. a)).

Procurar-se-á adiante mostrar como é que a fungibilidade, não já de títulos, mas de direitos, permite aquela estranha modalidade de “contitularidade divisa” – ou, mais precisamente, de contitularidade de título ou títulos sem contitularidade dos direitos incorporados.

III. FUNGIBILIDADE DE DIREITOS OU SITUAÇÕES JURÍDICAS

25. Falámos até agora de fungibilidade de **títulos**. E a consideração foi feita apenas da perspectiva da restituição dos mesmos, pois, conforme se referiu, no quadro do CVM não há movimentação “física” de títulos fungíveis por transmissão.

Ora, em primeiro lugar, o que a propósito dos títulos se referiu não é transponível para os registos. Mesmo que a inscrição registral fosse considerada como coisa incorpórea, não é susceptível de posse, nem de tradição³⁰. Em segundo lugar, a maneira como o n.º 3 do art. 204.º do CVM

³⁰ Oliveira Ascensão, *Direitos Reais*, 5ª ed., Co. Ed., Coimbra, 2000, pp.63-65, e *Direito de Autor e Direitos Conexos*, Co. Ed., Coimbra, 1992, pp. 163-165.

configura a fungibilidade dos valores mobiliários transcende a fungibilidade de coisas, a não ser que se concebam como coisas os próprios direitos. Ainda nesse caso, estar-se-ia fora das coisas corpóreas, como são os títulos.

26. Nos termos do art. 204.º, n.º 3, do CVM, o primeiro requisito de fungibilidade dos valores mobiliários consiste na *identidade de categoria*.

Segundo o art. 302.º, n.º 2, do CSC, “*as acções que compreendem direitos iguais formam uma categoria*”. O CVM generalizou e precisou, dizendo, no art. 45.º, que “*os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes*”.

A identidade de categoria traduz-se assim numa *identidade de direitos* (e obrigações). E o art. 204.º, n.º 3, logo completa a exigência de identidade de direitos, requerendo, para que haja fungibilidade, que dos valores não tenham sido destacados direitos diferentes.

Terceiro requisito de fungibilidade – não sigo a ordem do preceito – consiste na sujeição objectiva ao mesmo regime fiscal, isto é, na identidade de regime fiscal, no que seja independente da pessoa do titular. Ora, o regime fiscal reporta-se a direitos ou ao seu exercício. Na prática, o que está em causa é a existência ou inexistência, e a extensão, de benefícios fiscais quanto a dividendos, a juros ou a outros rendimentos.

Finalmente, o art. 204.º, n.º 3, exige identidade de forma de representação.

Em suma, a fungibilidade baseia-se, nos termos do n.º 3 do art. 204.º do CVM, na **identidade objectiva de situações jurídicas e de forma de representação**.

27. Parecendo acompanhar a crítica de Amadeu José Ferreira ao CodMVM, segundo a qual a liberação plena não seria requisito de fungibilidade, porque os valores parcialmente liberados poderiam ser fungíveis entre si³¹, o CVM não indica hoje a liberação como requisito de fungibilidade. Não estou convencido de que a crítica fosse inteiramente válida, porque a fungibilidade é também um conceito de relação. O CVM tão pouco refere, como requisito de fungibilidade, a ausência de oneração (ou a existência de onerações diferentes). Todavia, é óbvio que entre valores inteiramente liberados e valores não inteiramente liberados e entre valores

³¹ *Valores Mobiliários Escriturais...*, cit., p. 167. Veja-se o que adiante se diz sobre os conceitos absoluto e relativo de fungibilidade de valores mobiliários (*infra*, n.ºs 50 e ss.).

onerados e valores não onerados não há identidade objectiva de situações jurídicas. Isso, porém, não prejudica que o pressuposto da fungibilidade, na acepção do n.º 3 do art. 204.º, seja aquele. O CVM, no art. 204.º, n.º 3, refere-se à fungibilidade *para efeitos de negociação em mercado*. Ora, o n.º 2 havia já dito que só podem ser admitidos à negociação em mercado valores, além de livremente transmissíveis, integralmente liberados e que não estejam sujeitos a penhor ou a qualquer outra situação jurídica que os onere. Os requisitos de fungibilidade enunciados no n.º 3 valem apenas para o círculo já definido pelo n.º 2, isto é, para valores livremente transmissíveis, inteiramente liberados e desonerados, pelo que a identidade objectiva de situações jurídicas se encontra assegurada.

28. O art. 1.º, n.º 2, do CVM refere-se a valores mobiliários como documentos (termo que abrange os registos informáticos representativos de situações jurídicas³²). Mas, quando o n.º 1 do mesmo art. 1.º indica, como valores mobiliários, os direitos à subscrição, à aquisição ou à alienação de outros valores mobiliários (al. e)) e os direitos destacados (al. f)), está a reportar-se a valores mobiliários como direitos ou situações jurídicas. O mesmo se passa, por exemplo, no art. 46.º. Ao dizer que “*os valores mobiliários são escriturais ou titulados, consoante sejam representados por registos em conta ou por documentos em papel*”, o CVM não se está a referir aos valores mobiliários como documentos, porque estes não se representam a si próprios. É às situações jurídicas que a representação se reporta.

Numa segunda acepção, valores mobiliários são, pois, situações jurídicas.

29. Há, no âmbito dos valores mobiliários, uma indiscutível conexão entre a situação jurídica e o “suporte representativo”. Na teoria dos valores titulados, tal conexão era apreendida no quadro resultante da qualificação dos valores mobiliários como títulos de crédito, em particular através da ideia de *incorporação* do direito no título.

Tem-se discutido entre nós (como, aliás, noutras ordens jurídicas) se pode ou não transpor-se, de algum modo, a doutrina dos títulos de crédito para os valores mobiliários escriturais³³. Existe, porém, seguramente um

³² Oliveira Ascensão, “O Actual Conceito de Valor Mobiliário”, cit., p. 50.

³³ Em sentido predominantemente afirmativo, Carlos Ferreira de Almeida, “Desmaterialização dos Títulos de Crédito ...”, cit., pp. 23 ss.; Carlos Osório de Castro, ob. cit., 2ª ed., pp. 14 ss.; Oliveira Ascensão, “Valor Mobiliário e Título de Crédito”, in AA.VV.,

traço comum, que se traduz em haver “*representação*” de direitos ou situações jurídicas – nos títulos de crédito por documentos de papel, mediante a chamada incorporação, nos valores escriturais pelo registo. Aliás, as duas formas de representação cumulam-se e completam-se nos casos de títulos depositados em sistema centralizado e de título global depositado em sistema centralizado ou em intermediário financeiro.

Poderá, assim, dizer-se que, no aspecto que agora se considera, os valores mobiliários são **situações jurídicas enquanto representadas e tal como representadas por títulos ou inscrições registrais**.

Não vou aqui discutir o tema da articulação e possível disparidade entre aquilo que na teoria dos títulos de crédito se costuma chamar o direito ou a relação cartular e a relação subjacente ou fundamental e a que, na doutrina geral dos valores mobiliários, Oliveira Ascensão chamou, respectivamente, *direito representativo* e *direito representado*³⁴. Julgo que o ponto requer revisão. De todo o modo, assinalo que, quando falo de situação jurídica representada ou tal como representada, me estou a referir, no quadro daquela distinção, ao direito representativo.

Um outro aspecto que resulta da necessária relação de representação, imposta pelo art. 46.º, n.º 1, do CVM, importa sublinhar: precisamente porque são necessariamente representados, os valores mobiliários, enquanto situações jurídicas, **apenas podem apresentar características relevantes susceptíveis de representação**, isto é, **características representáveis**.

30. O que se negocia em mercado – como fora dele – não são documentos, são situações jurídicas por aqueles representadas. A conexão entre situação jurídica e suporte representativo faz que a negociação das situações jurídicas tenha conexão com “movimentos”, ainda que meramente escriturais, relativos ao suporte representativo. Mas o objecto da negociação são situações jurídicas – enquanto e tal como representadas.

Quando o art. 204.º, n.º 3, do CVM se refere a fungibilidade a propósito da negociação em mercado não poderia, pois, deixar de estar a reportar-se a valores mobiliários como situações jurídicas. A própria letra do preceito revela, aliás, que assim é – conforme se mostrou. Sublinhe-se apenas que se consideram fungíveis os valores “*que obedeçam à mesma*

Direito dos Valores Mobiliários, Lex, 1997, pp. 27 ss.. Em sentido negativo, Amadeu José Ferreira, *Valores Mobiliários Escriturais ...*, cit., pp. 399 ss., e *Direito dos Valores Mobiliários*, Lições, AAFDL, Lisboa, 1997, pp. 156 ss..

³⁴ “O Actual Conceito de Valor Mobiliário”, cit., pp. 39 ss..

forma de representação”. Isso basta para mostrar que não é o próprio documento representativo que constitui o objecto da fungibilidade, na acepção do preceito.

O ponto crítico está em saber **o que significa fungibilidade de situações jurídicas**.

IV. SITUAÇÕES JURÍDICAS CATEGORIAIS E MERAMENTE CATEGORIAIS

31. A exigência de fungibilidade dos valores mobiliários, para a negociação em mercado – entendido como qualquer espaço ou organização em que se admite a negociação de valores mobiliários por um conjunto indeterminado de pessoas actuando por conta própria ou através de mandatário (art. 198.º do CVM) –, corresponde às necessidades próprias da negociação em massa. Esta tem de ser feita por referência a **classes**. A fungibilidade traduziria, assim, antes de mais, uma *indiferença objectiva* para efeitos de negociação.

É essa *indiferença objectiva*³⁵, aliás, que se encontra subjacente ao conceito de coisas fungíveis constante do art. 207.º do Código Civil: *género e qualidade* definem uma *classe*; no mais, há apenas *quantidade*.

É ainda por virtude de tal *indiferença objectiva*, se bem que porventura não absoluta, que, nas *obrigações genéricas* – as quais têm precisamente por objecto a prestação de coisas fungíveis –, a escolha individualizadora pertence, salvo estipulação em contrário, ao devedor (Cód. Civ., art. 539.º)³⁶.

32. No domínio dos valores mobiliários as coisas vão, porém, mais longe. A compreensão do que se passa exige algumas considerações prévias, associadas ao conceito de valor mobiliário.

O art. 3.º do CodMVM, sob a epígrafe “*Definições*”, dizia, no n.º 1:

“*Para os efeitos deste diploma, consideram-se:*

a) *Valores mobiliários – as acções, obrigações, títulos de participação e quaisquer outros valores, seja qual for a sua natureza ou*

³⁵ Oliveira Ascensão fala de *indiferença real* (“O Actual Conceito de Valor Mobiliário”, cit., p. 52).

³⁶ Antunes Varela, *Das Obrigações em Geral*, I, 10.ª ed., Alm., Coimbra, p. 822; Almeida Costa, ob. cit., pp. 657-658; Luís Menezes Leitão, ob. cit., I, p. 128.

forma de representação, ainda que meramente escritural, emitidos por quaisquer pessoas ou entidades, públicas ou privadas, em conjuntos homogéneos que confirmam aos seus titulares direitos idênticos, e legalmente susceptíveis de negociação num mercado organizado”.

Desta definição legal retirou a doutrina portuguesa que do conceito de valor mobiliário fazia parte, como característica essencial, a homogeneidade de conteúdo³⁷ – embora sem deixar de sublinhar que havia valores mobiliários (os valores mobiliários por equiparação, a que se referia o n.º 2 do art. 3.º do CodMVM) que não eram objecto de emissão³⁸.

O CVM abandonou a técnica da definição e enumerou, no n.º 1 do art. 1.º, alguns valores mobiliários (além de outros que a lei como tal qualifique): acções (al. a)), obrigações (al. b)), títulos de participação (al. c)), unidades de participação em instituições de investimento colectivo (al. d)), direitos à subscrição, à aquisição ou à alienação de valores mobiliários referidos nas alíneas anteriores, que tenham sido emitidos de modo autónomo (al. e)), e 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 (al. f))³⁹. Todavia, o n.º 2 veio esta-

³⁷ Assim, Carlos Ferreira de Almeida, que definia valores mobiliários como “*direitos de crédito e direitos sociais, representados por títulos de crédito de papel ou inscritos em contas registrais, que são emitidos em séries homogéneas e que são susceptíveis de negociação em mercados organizados, sem dependência das regras comuns de cessão de créditos*” (“Desmaterialização dos Títulos de Crédito ...”, cit., p. 28); Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários* ..., cit., 2ª ed., pp. 12-14; Amadeu José Ferreira, *Valores Mobiliários Escriturais* ..., cit., pp. 44-45.

³⁸ Amadeu José Ferreira, *Valores Mobiliários Escriturais* ..., cit., pp. 45-47.

³⁹ O n.º 1 do art. 1.º do CVM envolve a remissão para os regimes jurídicos, actuais ou futuros, dos valores que refere. Assim, no que toca às acções, temos o CSC, especialmente nos arts. 298.º a 347.º; o CSC (arts. 348.º a 372.º) ainda quanto às obrigações, além de diplomas extravagantes relativos a algumas modalidades das mesmas (as *obrigações de caixa*, previstas pelo Dec-Lei n.º 408/91, de 17 de Outubro, modificado pelos Decs-Leis n.º 343/98, de 6 de Novembro, e n.º 181/2000, de 10 de Agosto, as *obrigações hipotecárias*, criadas pelo Dec-Lei n.º 125/90, de 16 de Abril, alterado pelos Decs-Leis n.º 17/95, de 27 de Janeiro, e n.º 343/98, de 6 de Novembro, e as *obrigações de titularização*, previstas pelo Dec-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro, alterado pelo Dec-Lei n.º 82/2002, de 5 de Abril); pelo que diz respeito aos títulos de participação, o Dec-Lei n.º 321/85, de 5 de Agosto, modificado pelos Decs-Leis n.º 407/86, de 6 de Dezembro, n.º 229-A/88, de 4 de Julho, n.º 311/89, de 21 de Setembro, e n.º 213/91, de 17 de Junho; quanto às unidades de participação em instituições de investimento colectivo, os diplomas que regem os fundos de investimento, mobiliário (Dec.-Lei n.º 276/94, de 2 de Novembro,

belecer que, “por regulamento da ... CMVM, ou, tratando-se de valores mobiliários de natureza monetária, por aviso do Banco de Portugal, podem ser reconhecidos como valores mobiliários outros documentos

alterado pelo Dec.-Lei n.º 323/99, de 13 de Agosto, e pelo Dec.-Lei n.º 62/2002, de 20 de Março), e imobiliário (Dec.-Lei n.º 294/95, de 17 de Novembro), bem como os fundos de titularização de créditos (Dec.-Lei n.º 453/99, modificado pelo Dec.-Lei n.º 82/2002, de 5 de Abril). O exemplo actual de direitos referidos na al. e) do n.º 1 do art. 1.º do CVM é constituído pelos *warrants* autónomos, regulados pelo Dec.-Lei n.º 172/99, de 20 de Maio.

O art. 1.º, n.º 1, do CVM menciona ainda outros valores mobiliários, que a lei como tal qualifique. Encontram-se nessa situação os *warrants* autónomos, expressamente qualificados como valores mobiliários pelo art. 2.º do Dec.-Lei n.º 172/99, de 20 de Maio, quando dêem direitos que não o de subscrever, adquirir ou alienar outros valores mobiliários (designadamente, *warrants* diferenciais e *warrants* que confirmam direito à aquisição ou alienação de divisas). Valor mobiliário referido por remissão pelo art. 1.º, n.º 1, do CVM é ainda o *papel comercial*, expressamente qualificado como tal pelo art. 1.º, n.º 1, do Dec.-Lei n.º 181/92, de 22 de Agosto. Outros exemplos de valores mobiliários por disposição legal específica são as *obrigações do Tesouro*, hoje reguladas pelo Dec.-Lei n.º 280/98, de 17 de Setembro, definidas como “valores escriturais representativos de empréstimos de médio e longo prazos da República Portuguesa, denominados em moeda com curso legal em Portugal”, os *bilhetes do Tesouro* (valores monetários, nos termos do art. 2.º, n.º 3, do CVM), presentemente regulados pelo Dec.-Lei n.º 279/98, também de 17 de Setembro, e definidos como “valores escriturais representativos de empréstimos de curto prazo da República Portuguesa, denominados em moeda com curso legal em Portugal”, e os *certificados de aforro*, hoje regidos pelo Dec.-Lei n.º 122/2002, de 4 de Maio, definidos como “valores escriturais, nominativos, reembolsáveis, representativos de dívida da República Portuguesa, denominados em moeda com curso legal em Portugal e destinados à captação da poupança familiar”.

Os diversos valores mobiliários encontram-se, já no âmbito do CVM, cuidadosamente analisados em apontamentos de lições, sem data, de Paulo Câmara, na disciplina de Valores Mobiliários na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. No domínio do CodMVM vejam-se Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários ...*, cit., 2ª ed., pp. 67 ss., e Amadeu José Ferreira, *Direito dos Valores Mobiliários*, cit., pp. 174 ss.. Sobre as unidades de participação em instituições de investimento colectivo *vide*, em especial, Alexandre Brandão da Veiga, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário*, Alm., Coimbra, 1999. Acerca dos *warrants* autónomos, consultem-se, também, em especial, Helena Marques da Silva, “O Warrant no Âmbito de Mercado de Valores Mobiliários”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, II, IVM, Co. Ed., Coimbra, 2000, pp. 351 ss., e Alexandre Brandão da Veiga, “Direitos Destacados e Warrants Autónomos”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, III, IVM, pp. 85 ss.. Sobre a titularização de créditos vejam-se Diogo Leite de Campos e outros, *Titularização de Créditos*, Instituto de Direito Bancário, Lisboa, 2000, e António Macedo Vitorino, “A Titularização de Créditos em Portugal”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, III, IVM, pp. 161 ss.. Acerca dos valores mobiliários da dívida pública, *vide* Eduardo Paz Ferreira, “Títulos de Dívida Pública e Valores Mobiliários”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, II, IVM, cit., pp. 31 ss..

representativos de situações jurídicas homogéneas que visem, *directa ou indirectamente, o financiamento de entidades públicas ou privadas e que sejam emitidos para distribuição junto do público, em circunstâncias que assegurem os interesses dos potenciais adquirentes*⁴⁰.

A maneira de dizer “*outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas*” faz pressupor que também o são aqueles a que se refere o n.º 1. O CVM terá assim mantido a *homogeneidade de conteúdo* como característica dos valores mobiliários⁴¹. O n.º 1 não se lhe refere apenas porque contém somente uma enumeração. E deixou de aludir à emissão precisamente porque há valores mobiliários não emitidos.

33. A ideia de homogeneidade de situações jurídicas articula-se com a já referida noção de categoria de valores mobiliários, mencionada no art. 45.º do CVM. Note-se que este reintroduz a referência a emissão, ao dizer que “*os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria....*”. Para abranger os valores mobiliários não emitidos (al. f) do n.º 1 do art. 1.º e porventura alguns que venham a ser admitidos nos termos do n.º 2) – que o legislador não quis seguramente afastar da exigência de homogeneidade e da noção de categoria – basta fazer alusão à “*mesma entidade*” como aquela perante a qual existem os principais direitos (e as principais obri-

⁴⁰ O Regulamento da CMVM n.º 7/2002 veio reconhecer como valores mobiliários os *certificados*, os quais “*atribuem ao titular o direito a receber, em dinheiro, o valor de determinado activo subjacente nas condições fixadas na deliberação de emissão*”.

⁴¹ Neste sentido, Oliveira Ascensão, “O Actual Conceito de Valor Mobiliário”, cit., p. 52. O conceito de valor mobiliário vigente no direito português tem assim relação (ressalvando a escrituralidade e deixando em aberto a questão de saber se os valores mobiliários titulados são ou não títulos de crédito) com a clássica noção italiana de *títulos de crédito de massa*, definidos por Castellano como “*quei titoli di credito, emessi in quantità notevole a causa de un’unica operazione collettiva di investimento, i quali presentano caratteristiche omogenee per ciascuna serie, sichè ciascun titolo è fungibile con altro del medesimo taglio*” (“I Titoli di Massa”, *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, Ano L (1987), I, pp. 22-23). A conexão, no direito italiano, entre os conceitos de valor mobiliário e de títulos de massa foi depois perturbada pela evolução legislativa. Vide F. Carbonetti, “Che cos’è un valore mobiliare”, e G. Ferrarini, “I nuovi confini del valore mobiliare”, in *Giurisprudenza Commerciale*, 16 (1989), pp. 280 ss. e 741 ss., e Elisabetta Righini, *I Valori Mobiliari*, Giuffrè, Milão, 1993, pp. 1 ss.. No texto único de 1996, a função do conceito de valor mobiliário passou a ser em grande medida desempenhada pela de *instrumento financeiro* (art. 1.º, n.º 2). Cfr. Benzo Costi, *Il Mercato Mobiliare*, 2ª ed., Giappichelli, Turim, 2000, pp. 8 ss..

gações) que integram o valor mobiliário, a qual é a entidade emitente quando há emissão.

A identidade de conteúdo dos valores mobiliários traduz-se na identidade dos direitos (e obrigações) que os integram, a que se reporta o art. 45.º do CVM, também já atrás mencionada.

A noção de categoria, na acepção dos arts. 302.º, n.º 2, do CSC e 45.º do CVM, corresponde à de *conjunto* ou *classe*, na lógica dos conjuntos ou das classes⁴². A classe (ou certa modalidade de classe) não é mais do que a extensão de um conceito ou de uma modalidade de conceito (*cardinal*) ou o conceito (*cardinal*) considerado da perspectiva da sua extensão⁴³. Cada categoria, naquela acepção, implica assim um conceito – seja o

⁴² Poderia dizer-se que corresponde (também) à de tipo lógico, que Bertrand Russell define como “*the range of significance of a propositional function*” (“Mathematical Logic as based on the Theory of Types” (1908), *Logic and Knowledge*, Routledge, Londres e N.I., 1956, p. 75). Mas a teoria dos tipos lógicos parece funcionar como uma limitação da teoria das classes (est. cit, pp. 59 ss., e *Introduction à la Philosophie Mathématique* (1921), trad. francesa, Payot, Paris, 1991, pp. 255 e ss. e 333 e ss.). Sobre a distinção, ou indistinção, entre conjuntos e classes, vide Quine, *Quiddities, An Intermittently Philosophical Dictionary*, Harvard Univ. P., Camb. Mass., 1987, pp. 24-26.

⁴³ Chamo aqui “conceitos cardinais”, por oposição a “conceitos ordinais” (sem que a distinção esgote as espécies de conceitos), àquilo que se costuma designar como “conceitos de classe” por oposição aos “conceitos de ordem ou ordenantes”, os “*Ordnungsbegriffe*” de Hempel e Oppenheim (*Der Typusbegriff im Lichte der neuen Logik, Wissenschaftstheoretische Untersuchungen zur Konstitutionsforschung und Psychologie*, Sijthoff's, Leiden, 1936, especialmente pp. 21 ss.), que foram trazidos para a nossa doutrina jurídica por Pedro Pais de Vasconcelos, na sua excelente monografia *Contratos Atípicos* (Alm., Coimbra, 1995, pp. 27 ss.). Utilizo aquelas designações por analogia com as de números cardinais e ordinais, embora já os primeiros impliquem a noção de ordem e de série (Bertrand Russell, *Introduction à la Philosophie Mathématique*, cit., pp. 83 ss.), mas num sentido mais limitado. Os conceitos ordinais pressupõem (darei em princípio, por reserva de cautela) um prévio conceito de uma qualidade ou propriedade, que permite contraposição no seu interior (p. ex., altura – alto/baixo, beleza – belo/feio). No uso desse conceito é possível estabelecer relações de comparação entre objectos (A é mais alto que B, o que equivale a B é mais baixo que A; C é mais bonita que D, o que equivale a D é mais feia que C). Na base de uma série de relações comparativas faz-se, sempre de algum modo arbitrariamente, um corte, distinguindo-se objectos altos de baixos ou objectos belos de feios. Tal corte pressupõe modelos – o modelo, por exemplo, de objecto alto e baixo ou de objecto belo ou feio. Por isso, conforme sublinhavam já Hempel e Oppenheim e é reafirmado por Pedro Pais de Vasconcelos, o conceito ordinal liga-se a uma noção de tipo – aquela a que chamaria *tipo modelar*, por oposição a *tipo qualificatório*. O tipo modelar gera conceitos – precisamente os *conceitos ordinais* – e também classes – as classes *ordinais*. Mas tais conceitos (como o de alto ou baixo ou o de belo ou feio) são conceitos que

conceito de valores mobiliários perante A, que integram, e integram apenas, os direitos (e as obrigações) x, y e z. Porque os direitos (e as obrigações) são necessariamente diferentes conforme a espécie de valor mobiliário, o conceito implicado pela categoria admite conceitos superiores, como o de acção, obrigação, unidade de participação... – os quais não constituem, porém, categorias no sentido do artigo 302.º, n.º 2, do CSC (embora este se restrinja às acções), nem no do art. 45.º do CVM. O CVM chama-lhes, precisamente, **tipos** (arts. 44.º, n.º 1, al. b), e 55.º, n.º 3, al. c)).

34. Até aqui, pareceria que a afirmação de que um valor mobiliário pertence a certa categoria não representa coisa diferente da subsunção de uma situação em conceitos de certo nível. Todos os direitos de propriedade, todos os usufrutos, todos os estados de casado, até certo ponto todas as situações correspondentes aos tipos de valores mobiliários, tudo o que poderíamos chamar situações jurídicas *típicas* apresentam conteúdo nalguma medida idêntico⁴⁴. E é perfeitamente pensável, por exemplo, que

traduzem a maior aproximação ou maior afastamento do modelo. Por isso, as classes ordinais são por necessidade classes relativamente difusas. Suponho que é essa, a par daquela que resulta da indeterminação de outros conceitos, bem conhecida dos juristas, a origem do carácter difuso de algumas classes, que se manifesta na teoria dos *fuzzy sets*, de que Pedro Pais de Vasconcelos dá conta (ob. cit., pp. 28 e ss.; tive ainda acesso, por gentileza do autor, a uma versão preliminar incompleta de um artigo sobre “Fuzzy logic e exercício jurídico”). No texto estão, porém, em causa conceitos cardinais, relativamente aos quais a utilização da noção de classe (classe *cardinal*) não suscita problemas particulares.

⁴⁴ A tipicidade a que aqui me refiro é a *tipicidade qualificatória* (cfr., embora sem usar a expressão, Oliveira Ascensão, *A Tipicidade dos Direitos Reais*, Lisboa, 1968, pp. 37 ss.). A alusão a direitos ou situações jurídicas típicos baseia-se na conformação dessas situações predominantemente por normas injuntivas, por oposição a normas supletivas. Isso basta para que a tipicidade que aqui está em causa seja diferente da que releva para a qualificação de contratos ou negócios jurídicos como típicos. Em princípio requerer-se-á, para se falar de situações jurídicas típicas naquela acepção, que a tipicidade seja taxativa, sob pena de as partes, no exercício da autonomia privada, terem ampla liberdade de conformação das situações. E exige-se ainda que os tipos sejam suficientemente especificados. Discutiu-se, no âmbito do CodMVM, se valia ou não uma tipicidade taxativa dos valores mobiliários (Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários ...*, 2ª ed., cit., pp. 67-70; Paulo Câmara, “Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, pp. 221 ss.). Que os valores mobiliários se encontram hoje sujeitos a *numerus clausus* normativo (legislativo ou regulamentar) resulta do art. 1.º do CVM (o que vem a ser reconhecido por Oliveira Ascensão, “O Actual Conceito de Valor Mobiliário”, cit., pp. 54 ss., e por Pedro Pais de Vasconcelos, “O Problema da Tipicidade dos Valores Mobiliários”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, III, IVM, pp. 71-72). Todavia, continua a verificar-se uma fortíssima falta de especificação no domínio

alguém tenha créditos precisamente idênticos – até no montante e no vencimento – sobre uma pluralidade de pessoas. Aliás, a tendência para a standardização negocial, designadamente através das cláusulas contratuais gerais, facilita a identidade de situações jurídicas.

Há, porém, relativamente àquelas situações, algo de específico ou diverso nos valores mobiliários: a característica de se tratar de situações jurídicas necessariamente criadas por referência a determinada categoria, isto é, como membros de uma certa classe, e a de isso mesmo comandar o seu regime jurídico (enquanto valores mobiliários). Sem discutir se tais traços são exclusivos dos valores mobiliários, chamarei *aos direitos ou às situações jurídicas necessariamente criados por referência a uma determinada categoria, isto é, como membros de uma certa classe, e cujo regime jurídico é por isso comandado, direitos ou situações jurídicas categoriais*.

Deixarei em aberto a questão de saber se os direitos ou situações jurídicas categoriais pressupõem uma pluralidade efectiva de concretos direitos ou situações jurídicas ou se basta uma pluralidade potencial e, assim, se pode ou não qualificar-se como valor mobiliário por exemplo uma acção representativa da totalidade do capital social de uma sociedade unipessoal (com um valor nominal idêntico ao do capital social) ou uma obrigação única emitida com um certo conteúdo. Logicamente, são possíveis classes com um único membro. Mas, em tal situação, dificilmente se justifica, pelo menos *prima facie*, a aplicação do regime próprio dos valores mobiliários.

Ver-se-á ainda que o conceito de categoria relevante para a caracterização dos valores mobiliários não é apenas aquele que resulta do art. 45.º do CVM.

35. Observou-se atrás que o Dec-Lei n.º 210-A/87 considerava que eram fungíveis os valores mobiliários (titulados) “*da mesma espécie e valor que confirmam direitos idênticos, qualquer que seja a sua numeração*” (art. 2.º). O art. 77.º do CodMVM, por seu turno, falava de valores que atribuam aos seus titulares “*direitos iguais independentemente da respectiva numeração*”.

das obrigações, traduzida na ausência de um elenco taxativo destas, que havia já, perante o direito anterior, sido sublinhada por Paulo Câmara (est. cit., p. 232). De toda a maneira, a caracterização dos valores mobiliários como típicos tem alcance muito diferente da sua qualificação como situação jurídicas categoriais, consoante no seguimento do texto se vê. E não é pressuposto da natureza categorial da situação jurídica o carácter típico dos valores.

Se se entendesse esta independência relativamente à numeração como simples *identidade de direitos para diferentes números*, não se compreenderia a faculdade do depositário de entregar títulos com número de ordem diverso do daqueles que pelo depositante haviam sido depositados, visto que cada número de ordem identificaria ainda uma *história*. Aquela consequência só era e é justificável se se interpretar a independência relativamente ao número de ordem como *irrelevância* deste. Foi isso que, muito correctamente, sublinhou Amadeu José Ferreira⁴⁵. Trata-se, acrescento, de **irrelevância individualizadora**. O número de ordem serve sempre para controlo global da quantidade dos títulos e para prevenir falsificação. Quando seja irrelevante, o número de ordem deixa de ter função individualizadora do valor mobiliário.

A situação é, nalguma medida, semelhante à que ocorre com as notas de banco. A diferença está apenas em que, nestas, porque não cabe concentração ou divisão dos títulos (a “troca” de umas notas por outras não faz sair as primeiras de circulação, salvo mudança de unidade monetária com curso legal), o número de ordem é directamente do título e não dos valores monetários. Os números apostos nas notas de banco servem para controlo da quantidade global e para prevenir falsificação, não para individualizar direitos.

As coisas são ainda mais claras no domínio dos valores mobiliários escriturais – porque estes, pura e simplesmente, não têm número de ordem.

36. O número de ordem era – e continua a ser nos valores relativamente aos quais mantenha relevância – o único factor de individualização, que permite distinguir, dentro de uma classe, *cada* valor mobiliário de *cada outro* valor mobiliário. O que significa que os valores mobiliários sem número de ordem ou sem número de ordem relevante **não possuem individualidade – não são susceptíveis de referência individualizada ou individualizadora**. Constituem **meras unidades ideais de uma classe**. Os valores mobiliários sem número de ordem relevante **identificam-se apenas por serem membros de uma classe**. Nada distingue um membro da classe, apenas como tal, relativamente a outro. A **única identificação possível é a da pertença à classe**, acompanhada da indicação da **quantidade**. Por isso, um membro de uma classe, apenas como tal, só é identificável, se for ou se tornar o único membro da classe.

Tudo significa que os valores mobiliários sem número de ordem relevante são **direitos ou situações jurídicas meramente categoriais**, por oposição a **direitos ou situações jurídicas com individualidade**.

⁴⁵ *Valores Mobiliários Escriturais...*, cit., p. 166.

Todos os valores mobiliários são, conforme se viu, *situações jurídicas categoriais*. Mas há situações jurídicas categoriais **com individualidade** e situações jurídicas categoriais **sem individualidade**. Estas últimas são **meramente categoriais**.

No que respeita a direitos meramente categoriais (e salvo se a classe tiver um único membro) não se pode usar, a não ser de modo impróprio, nem o artigo definido no singular, nem o pronome demonstrativo, igualmente no singular: **a** acção, **a** obrigação, **esta** ou **aquela** acção ou obrigação. Apenas se pode utilizar o artigo indefinido ou um quantificador: **umas** acções, **umas** obrigações, **uma** acção, **uma** obrigação, cem, duzentas, mil acções ou obrigações ou unidades de participação ou o que for⁴⁶.

37. Também entre nós teve algum curso uma distinção entre *coisas genéricas* e *coisas específicas*. A diferença corresponderia àquela que se estabelece entre *classe* e *indivíduo*⁴⁷. E admitia-se que a distinção pudesse não coincidir com a discriminação entre coisas fungíveis e infungíveis, por virtude da possibilidade de se convencionar fungibilidade de coisas pertencentes a géneros diferentes. A autonomia da classificação das coisas em genéricas e específicas relativamente à classificação em fungíveis e infungíveis foi justamente criticada⁴⁸. Pelo menos perante o art. 207.º do Código Civil, as coisas fungíveis hão-se ser definidas por género, do mesmo modo que as obrigações genéricas (art. 539.º). Uma convenção pela qual uma coisa pudesse ser substituída por outra ou outras, de género diferente, daria origem a uma obrigação alternativa ou com faculdade alternativa, embora porventura igualmente genérica. As classificações das coisas em genéricas e específicas e em fungíveis e infungíveis coincidem.

O ponto que pretendo trazer à colação é, porém, outro. Se tomarmos coisas corpóreas ou mesmo o comum das coisas incorpóreas, não há, própria e literalmente, coisas genéricas. As coisas têm, todas elas, individualidade e a distinção entre coisas genéricas e coisas específicas ou entre coisas fungíveis e infungíveis não corresponde verdadeiramente à oposição entre classe e indivíduo, mas à consideração dos indivíduos no que tenham de comum, quer dizer, como membros de uma classe ou de um género, ou no que tenham de específico, quer dizer, na sua *singularidade*.

⁴⁶ Sobre o papel dos demonstrativos (pronomes ou não) na identificação dos “*particulares*”, vide Strawson, *Individuals, An Essay in Descriptive Metaphysics*, Routledge, Londres e N.I., 1959, pp. 19 e ss. e 117 e ss..

⁴⁷ Dias Marques, ob. cit., II, pp. 317-318.

⁴⁸ Vide Raul Ventura, est. cit., p. 599-600.

Isto é assim quando estejamos perante *objectos com individualidade*. Ora, as situações meramente categoriais correspondem a *objectos genéricos* em sentido próprio, precisamente porque não têm individualidade. São **meras unidades ideais indiferenciadas**. Quanto a elas não é sequer possível uma consideração singular (a não ser quando se tornem único membro de uma classe).

38. É o carácter meramente categorial dos valores mobiliários sem número de ordem relevante que explica a estranha modalidade de “contitularidade divisa” que observámos a propósito de valores mobiliários titulados representados por título global ou por títulos depositados em sistema centralizado. Se os direitos fossem individualizados, a sua indivisibilidade impediria titularidade e exercício separados. Porque os direitos se traduzem em meras quantidades ideais não individualizadas, à contitularidade do documento pode corresponder, embora não fosse necessário que correspondesse, uma titularidade e um exercício separados dos direitos, definidos pelas quantidades correspondentes à proporção da contitularidade – visto que quantidades, por si, não são indivisas. O limite da divisibilidade residirá apenas na unidade que houver sido adoptada (p.ex., CSC, art. 276.º, n.º 4).

39. Pode, porém, perguntar-se como é que direitos objectivamente sem individualidade podem ser exercidos. Podem-no, porque há, nos direitos meramente categoriais, uma forma última de individualização. Esta não é, porém, objectiva – é **subjectiva**. **A individualização faz-se pelo sujeito** – com agregação, se for caso disso, de quantidades. Quem for titular de uma obrigação de categoria A tem, por hipótese anualmente, direito, perante o emitente, a um juro de y (quantia determinada). Quem for titular de 10 obrigações de categoria A terá direito anualmente a um juro de x vezes 10 e à restituição de 10 vezes o capital de cada obrigação. Quem for titular, por hipótese, de 1000 acções, numa sociedade com um capital social de 100.000, terá direito de votar nas assembleias gerais com um peso correspondente, em princípio, a 1% da totalidade dos votos; terá direito a quinhoar no saldo de liquidação em princípio em 1%, o que se concretizará, no momento da liquidação, no direito a receber isto ou aquilo; terá direito a quinhoar nos lucros, em princípio, em 1%, o que se concretizará, perante uma deliberação de atribuição de dividendos, no direito a receber uma determinada quantia.

40. Para se medir o alcance da categorialidade na “transmissão” de valores mobiliários, conforme haja ou não susceptibilidade de referência individualizada ou individualizadora, suponham-se dois casos de aliena-

ção. A fim de evitar as dificuldades associadas à natureza das operações em bolsa ou em mercado, considerarei compras e vendas fora do mercado.

Em ambas as situações, o vendedor é titular de 10.000 acções ordinárias, ao portador, da sociedade **x**, livremente transmissíveis, das quais não foram destacados quaisquer direitos e que se encontram desoneradas. A diferença está em que, na primeira situação, as acções são tituladas e têm número de ordem relevante: são, por hipótese, acções “vivas”. Na segunda situação, as acções são escriturais.

Comece-se por considerar a primeira situação. Suponha-se que **A** – o titular de 10.000 acções – vende a **B** mil acções. Celebra-se contrato escrito, indica-se o que atrás se disse (que são acções da sociedade **x**, ordinárias, etc.), mas não se identificam os números de ordem das mil acções objecto da venda. E **A** não entregou ainda títulos a **B** (por hipótese, o contrato é celebrado em Lisboa e os títulos representativos das 10.000 acções estão guardados num cofre, no Porto). Por força do art. 101.º do CVM, a titularidade das acções ainda não se transmitiu de **A** para **B**, porque ainda não houve entrega dos títulos ou depósito em conta indicada pelo comprador. Admita-se, para efeitos de raciocínio e com vista a simplificar, que o contrato não é um contrato real *quoad constitutionem* (trata-se de um regime legal pelo menos possível, que serve para o exercício a efectuar)⁴⁹. Certo é que as partes trataram, no contrato, os títulos como *coisas fungíveis* e os próprios direitos como *direitos fungíveis*. E certo é ainda que **A** fica constituído numa **obrigação genérica**: a obrigação, digamos de uma forma simplificadora, de entregar a **B** títulos representativos de mil acções, com as características indicadas no contrato. Por hipótese, um ou dois dias depois **A** entrega os títulos a **B**. A obrigação genérica concentrou-se e a titularidade das acções, com o número de ordem tal e tal, transmitiu-se.

41. Passemos à segunda situação, agora de uma compra e venda entre **C** e **D**. O contrato é exactamente igual ao contrato entre **A** e **B**, com a única diferença de que nele se refere que **C** é titular de 10.000 acções escriturais e que vende mil. Não há intervenção de intermediário financeiro; e suponha-se, ainda para procurar a proximidade máxima com a

⁴⁹ De harmonia com o CVM, a transmissão da titularidade das acções só ocorre com a entrega dos títulos ao portador (art. 101.º) ou, estando em causa títulos nominativos, com o preenchimento das formalidades previstas no art. 102.º. Resta saber se pode ou não haver compra e venda consensual, de natureza obrigacional (sobre a compra e venda obrigacional, *vide* Raul Ventura, est. cit., pp. 588 s.). No texto parte-se da hipótese afirmativa, sem qualquer compromisso (porque está em causa apenas um exercício intelectual, que vale mesmo por referência a um simples regime possível). Veja-se ainda o que se diz na nota seguinte.

relação entre **A** e **B**, que se convencionou que **C**, o vendedor, requererá o registo (art. 66.º, n.º 2, al. a), do CVM). Ainda aqui o contrato não produz, só por si, efeito translativo. Nos termos do art. 80.º, n.º 1, do CVM a transmissão só se opera pelo registo na conta do adquirente. Será que **C** fica constituído, como **A**, numa obrigação genérica, que se concentra pelo requerimento de registo e pelo próprio registo (concentração por terceiro, art. 542.º do Cód. Civ.)? Mas qual concentração? O registo diz o mesmo que o contrato: este referia que **C** vende e **D** compra mil acções ordinárias da sociedade **x**; o registo na conta do alienante dirá que **C** deixou de ser titular de mil acções ordinárias da sociedade **x**; e o registo na conta de **D** que este passou a ser titular de mil acções ordinárias da sociedade **x**.

O objecto do negócio jurídico respeitante a direitos ou a situações jurídicas meramente categoriais é **determinado**, e não simplesmente determinável, quando se indica classe e quantidade – precisamente porque as situações jurídicas meramente categoriais apenas são identificáveis por classe e quantidade. O contrato entre **A** e **B** tinha objecto parcialmente **indeterminado**, embora **determinável**; o contrato entre **C** e **D** tem objecto **determinado**⁵⁰.

42. A fungibilidade a que se refere o art. 207.º do Código Civil é uma fungibilidade entre objectos com individualidade. Os valores mobiliários meramente categoriais não são fungíveis nem infungíveis na acepção do art. 207.º do Código Civil, porque não possuem individualidade.

Daqui se pode extrair já uma consequência: a fungibilidade referida a valores mobiliários meramente categoriais há-de ter significado diferente da fungibilidade das coisas a que se reporta o art. 207.º do Código Civil

⁵⁰ Deixa-se em aberto a questão de saber se a situação não é a mesma nas obrigações pecuniárias e se a moeda não constitui um objecto meramente categorial. Note-se que, se se conceber o contrato de compra e venda de valores titulados como contrato real *quoad constitutionem* e se se celebrar um contrato-promessa ou se um contrato de venda consensual for considerado convertido em contrato-promessa, num quadro equivalente ao que se considerou no texto, ainda aí há liberdade de escolha do devedor (promitente-vendedor, se as partes tiverem tratado os valores como fungíveis. O que acontece é que os títulos ou os valores mobiliários titulados serão, em tal hipótese, objecto *mediato (hoc sensu)* da obrigação, sendo objecto *imediatum* a celebração do negócio prometido. Mas a obrigação continua a ser genérica, porque a prestação continua a ser definida por género (Código Civil, art. 539.º): vender tantas acções de um certo género. Por isso, ainda neste caso o objecto da obrigação, sendo *determinável*, é parcialmente *indeterminado*. Já no que toca a situação paralela relativa a acções escriturais, e trate-se de contrato-promessa ou de contrato definitivo, o objecto é sempre *determinado*. Não se considera aqui a questão da natureza do registo respeitante às acções escriturais, que, todavia, não afecta as conclusões enunciadas.

ou de uma fungibilidade de direitos com individualidade, obtida por transposição do conceito constante daquela disposição.

V. VALORES MOBILIÁRIOS MERAMENTE CATEGORIAIS E PROBLEMAS DE IMPUTAÇÃO E DE RELEVÂNCIA DE VICISSITUDES

43. A natureza meramente categorial dos valores mobiliários sem número de ordem ou sem número de ordem relevante suscita problemas de regime jurídico de cuja dimensão ainda não nos apercebemos. Não pretendo tentar responder-lhes seriamente, mas apenas, em primeiro lugar, identificá-los e, depois, apreciar sumarissimamente a resposta que o CVM deu a um deles.

Com vista a identificá-los, direi que se trata de problemas de **imputação e de relevância de vicissitudes jurídicas**. Falo de relevância em segundo lugar, porque a impossibilidade de imputação pode eventualmente conduzir à irrelevância de vicissitudes que seriam relevantes nos termos gerais ou à alteração do seu modo.

O ponto está no seguinte: visto que os valores meramente categoriais não são susceptíveis de referência individualizada ou individualizadora, identificando-se apenas como membros de uma classe, **como é que se imputam – se é que se podem imputar – as vicissitudes jurídicas, se estas, por sua própria natureza, não afectarem a totalidade dos membros da classe?**

Se a natureza da vicissitude conduzir a que esta afecte toda a classe, pode haver problemas de tutela da boa-fé, mas não há dificuldades de imputação. Se o contrato de sociedade for declarado nulo ou anulado, todos os valores mobiliários emitidos pela sociedade são atingidos, de harmonia com o regime resultante do art. 52.º do CSC (estou a supor que a constituição da sociedade foi registada). Situação semelhante é a de dissolução da sociedade.

Se, porém, a vicissitude, por sua natureza, não afectar a totalidade da classe, *quid juris?*

Um dado parece seguro: uma vez que os valores não são identificáveis senão com membros de uma classe, a imputação só poderá ser feita por quantidades e sujeitos. A ausência de individualidade converte parte da questão da imputação em questão de **imputação subjectiva**.

44. As vicissitudes podem respeitar à emissão ou à negociação de valores mobiliários. No segundo domínio, o tema complica-se pela impos-

sibilidade, nas aquisições em bolsa ou em mercado, de, em regra, estabelecer uma cadeia de conexões subjectivas. Raciocinemos, por isso, perante operações fora de mercado.

Suponha-se que **A** é titular de um milhão de acções da sociedade **x**, todas escriturais, da mesma categoria, livremente transmissíveis e desoneradas. Apura-se que 100.000 dessas acções foram indevidamente adquiridas por **A**, por operação fora de mercado, em termos que lhe são oponíveis. Por hipótese, **A** vende 200.000 acções a **B**, 300.000 acções a **C** e 500.000 acções a **D**. Se todos os adquirentes estiverem de boa-fé não há problema – os vícios de aquisição anterior nunca lhes serão oponíveis. Se todos os compradores estiverem de má-fé, parece razoável reduzir rateadamente as quantidades compradas. Se um estiver de má-fé e os outros de boa-fé, afigura-se também razoável reduzir apenas a compra do que está de má-fé. O raciocínio pode adaptar-se à hipótese de as acções “inquinadas” serem mais do que as vendidas a cada um ou a algum.

Imagine-se, porém, que as vendas não são simultâneas, como até agora se pressupôs, mas sucessivas. **A** vendeu primeiro a **B**, que está de má-fé, e só depois a **C** e a **D**, de boa-fé. Não poderá **B** dizer que, quando adquiriu 200.000 acções, **A** era titular de um milhão das quais só 100.000 se encontravam “inquinadas”, de modo que, na pior das hipóteses, apenas 20% dessas 100.000 lhe podem ser imputadas? Tenderia a responder que não, em homenagem à protecção do originário titular. Estamos, de qualquer modo, no domínio da integração de uma lacuna – e, porque não se encontra caso análogo regulado, no da integração “*segundo a norma que o intérprete criaria, se houvesse de legislar dentro do espírito do sistema*” (art. 10.º, n.º 3, do Código Civil).

45. Passemos às vicissitudes da emissão. Imaginem-se várias emissões de obrigações da mesma categoria. A validade da deliberação respeitante a uma das emissões é impugnada e com sucesso. A identificação dos titulares das obrigações correspondentes a essa emissão e das quantidades adquiridas por cada um só é possível no momento da subscrição. Depois, desde que haja negociação, o rastro perde-se. Nas aquisições em mercado, não será possível estabelecer a cadeia subjectiva. Mesmo que o fosse, porque as obrigações correspondentes às diversas emissões pertencem à mesma categoria, não há distinção nas contas de registo individualizadas entre obrigações de uma emissão e de outra. Todas as quantidades são apenas identificadas por referência à categoria.

Quid juris, então? Considera-se extinta uma quantidade de obrigações da categoria em causa, imputando-se a extinção rateadamente aos

titulares de acções da categoria em função do número das que detiverem? E aos titulares em que momento? Não é doutrina seguida entre nós a de que a anulação de deliberações sociais tem efeito retroactivo, nos termos do art. 289.º do Código Civil, aplicável, mediante interposição do regime das sociedades civis, por força do art. 2.º do CSC⁵¹?

A situação mostra-se ainda mais melindrosa se estiver em jogo emissão de acções em aumento de capital, porque o exercício do direito de voto por elas conferido pode gerar invalidade consequente de deliberações conexas⁵².

É certo que o art. 61.º, n.º 2, do CSC (à semelhança de preceitos paralelos ou de princípios reconhecidos noutras ordens jurídicas) estabelece que “*a declaração de nulidade ou a anulação (de deliberação social) não prejudica os direitos adquiridos de boa-fé por terceiro, com fundamento em actos praticados em execução da deliberação; o conhecimento da nulidade ou da anulabilidade exclui a boa-fé*”. No caso de sociedades abertas as situações tenderão a ser de generalizada boa-fé ou de generalizada má-fé. De qualquer modo, onde a protecção da boa-fé funcione o impugnante não poderá obter mais do que ressarcimento. Onde não funcione, continua em aberto o problema da identificação dos valores mobiliários.

46. O CVM assumiu consciência das questões em causa a propósito dos aumentos de capital – embora só deles. E procurou dar-lhes solução através do art. 25.º, conexo com o art. 26.º⁵³. Suponho que foi o primeiro diploma legal no mundo que o fez e julgo que continua a ser o único.

Começemos por uma brevíssima nota relativa ao art. 26.º.

Inspirando-se nas análises de Zollner relativas ao direito alemão das sociedades anónimas, nos termos das quais a anulação de deliberação de aumento de capital não terá efeito retroactivo⁵⁴, o Código, quanto sei por sugestão do Dr. Carlos Osório de Castro, veio estabelecer, nas sociedades abertas, um regime de amortização de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, no caso de anulação de deliberação de aumento de capital⁵⁵.

⁵¹ Pinto Furtado, *Deliberações dos Sócios*, Alm., Coimbra, 1993, pp. 418-420.

⁵² Vasco Lobo Xavier, *Anulação de Deliberações Sociais e Deliberações Conexas*, 1976, reimp. 1998, Alm., Coimbra, pp. 264 ss. e p. 445, nota 101.

⁵³ Sobre os arts. 25.º e 26.º do CVM, vide Rafaela Rocha, “As Deliberações Sociais de Aumento de Capital Social em Sociedades Abertas”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 11 (Agosto 2001), pp. 141 ss.

⁵⁴ Em particular, Zollner-Winter, “Folgen der Nichtigerklärung durchgeführter Kapitalerhöhungsbeschlüsse”, *ZHR*, 158 (1994), pp. 59 ss.

⁵⁵ O regime não abrange a hipótese de declaração de nulidade – não se estabele-

47. De toda a maneira, mesmo com amortização, mantém-se o problema da inidentificabilidade das acções emitidas em aumentos de capital, quando sejam ou possam vir a tornar-se meramente categoriais. A tal problema responde o art. 25.º.

Sob a epígrafe “*aumento de capital social*”, diz o preceito:

“*As acções emitidas por sociedade aberta constituem uma categoria autónoma:*

- a) *Pelo prazo de 30 dias contados da deliberação de aumento de capital; ou*
- b) *Até ao trânsito em julgado de decisão judicial sobre acção de anulação ou de declaração de nulidade de deliberação social proposta dentro daquele prazo”.*

O preceito não cobre todas as situações. Não cobre, antes de mais, a de sociedade fechada que subsequentemente se torne aberta – porque o Código estava a regular apenas as sociedades abertas. Não cobre a de acção de declaração de nulidade intentada depois dos 30 dias ou a de acção, mesmo de anulação, intentada nos 30 dias, mas de cuja propositura só haja conhecimento depois, sendo certo que falta regime regulamentar relativo à comunicação da propositura da acção (o emitente só sabe dela através da citação, que pode ocorrer depois dos 30 dias) – numa hipótese e noutra, se as acções tiverem entretanto sido subscritas, a escritura houver sido outorgada e as acções tiverem entrado em negociação. Não cobre, finalmente, a emissão de valores mobiliários diferentes das acções – não me pronunciando aqui sobre a possibilidade da aplicação do art. 25.º por analogia a tais emissões.

De qualquer modo, o art. 25.º do CVM representa um passo fundamental na resposta aos problemas postos pela ausência de individualização dos valores mobiliários meramente categoriais.

48. Nem por isso posso calar aqui uma crítica de política legislativa.

A aplicação da categoria autónoma da al. b) do art. 25.º penaliza, no mercado, os valores nela integrados. Ao menos se à impugnação for atribuída credibilidade, a cotação daqueles tenderá a ter por referência o valor esperável de amortização, nos termos do art. 26.º, muito indetermi-

cendo assim paralelismo com o disposto no art. 52.º do CSC – e julgo que mal. Terá pesado a circunstância de se entender que o registo do contrato social é constitutivo, mas não o das suas modificações. Resta saber se não se deveria tornar constitutivo pelo menos o registo de aumentos de capital. Sobre a questão da aplicabilidade (ou não) do art. 26.º do CVM aos aumentos de capital por fusão, v. Rafaela Rocha, est. cit., pp. 153 ss..

nado. Quanto sei (Junho de 2002), há seis casos de categoria autónoma prevista na al. b): quatro respeitantes a quatro emissões da PT Multimedia (2000, 2001-A, 2001-B e 2001-C), um referente a uma emissão, em aumento de capital por fusão, da Vista Alegre Atlantis e um respeitante a uma emissão do Banco Espírito Santo. Na Vista Alegre Atlantis, a diferença de cotação é praticamente nula⁵⁶. Na PT Multimédia, as acções das categorias autónomas 2000 e 2001-B não tiveram transacções no ano 2002. E a diferença de cotação entre as acções das categorias autónomas 2001-A e 2001-C relativamente àquelas que não pertencem a categoria autónoma é muito significativa, oscilando a desvalorização – tomando os princípios do mês – entre os 6% e os 11,7%⁵⁷. Menos pesada, mas significativa é a diferença de cotações no BES⁵⁸.

Mas as coisas podem ainda ser bem mais complicadas. Imagine-se uma oferta pública de troca. Os destinatários não aceitarão, seguramente, acções de categoria autónoma, a não ser com uma forte penalização na relação de troca.

Temos, nos países da Europa Continental, um sistema de impugnação de deliberações sociais que corresponde a uma acção popular dos sócios⁵⁹.

⁵⁶ Por exemplo, em 2 de Janeiro de 2002 as acções da categoria autónoma cotavam-se mesmo um cêntimo acima das demais (Euros 0,84 contra Euros 0,83). Em 1 de Fevereiro a cotação era idêntica (0,82). Em 1 de Março as acções de categoria autónoma estavam agora um cêntimo abaixo das restantes (0,79 contra 0,8). A diferença foi ligeiramente superior em 5 de Abril (0,76 contra 0,79), desceu um cêntimo em 2 de Maio (0,76 contra 0,78), para as cotações voltarem a ser iguais em 4 de Junho de 2002 (0,78).

⁵⁷ Em 2 de Janeiro de 2002, teve-se Euros 7,52 (2001-A) e 7,59 (2001-C) contra 8,02; em 1 de Fevereiro, 6,72 e 6,86 contra 7,61; em 1 de Março, 6,93 e 6,85 contra 7,56; em 2 de Abril, 7,12 e 7,19 contra 7,69; em 2 de Maio, 7 e 7,01 contra 7,96; e em 3 de Junho 8,75 contra 9,31.

⁵⁸ Euros 11,5 das acções de categoria autónoma em 2 de Maio de 2002 contra 11,75 daquelas não integradas em categoria autónoma; 11,11 contra 11,68 em 3 de Junho; e 11 contra 11,69 em 7 de Junho (última data em que se fez verificação).

⁵⁹ Ao contrário, no direito inglês o princípio, fixado em *Foss v. Harbottle* [(1843) 2 Hare 461], é o de que o tribunal não deve normalmente intervir em matéria que à sociedade cabe, ela própria, resolver, ou relativamente a irregularidades que a sociedade possa sanar, pelos seus procedimentos internos [*Bamford v. Bamford* (1970) ch 212]. Admitem-se excepções à regra *Foss v. Harbottle*, propendendo-se, todavia, a considerar que o *locus standi* para impugnar deliberações sociais pertence à sociedade [*Lou v. Chou Wen Hsien* (1984) BCLC 82], excepto se forem afectados direitos individuais do accionista. Os accionistas poderão impugnar por via de “*derivative action*” (acção subrogatória), mas esta só muito limitadamente é admitida, salvas as hipóteses de “*fraud on the minority*” ou de “*fraud on the company*” [*Atwool v. Merryweather* (1867) LR 5 Eq 464n]. Nos termos da

Em Portugal, para impugnar basta, em rigor, possuir uma acção (ou, porventura, o número mínimo para exercício de direito de voto). O instituto da acção popular é excelente em certos domínios; noutros converte-se facilmente num terrível instrumento de extorsão. Acresce que temos uma justiça lenta e um entendimento – que, sendo saudável, não pode ser ignorado – segundo o qual o abuso de direito de acção, em princípio, apenas gera dever de indemnizar no caso de litigância de má-fé. De resto, uma cominação indemnizatória, só por si, de pouco vale, ensinado, como é, pela prática estrangeira da extorsão da natureza aqui em causa, que ela se faz através de indigentes ou de sociedades quase sem activos e frequentemente de titularidade fiduciária. Aliás, mesmo sem quaisquer propósitos de extorsão – ou de criar força negocial –, quantas vezes a consequência da anulação de deliberações sociais não se mostra desproporcionada relativamente ao seu fundamento e aos interesses que se visam salvar?

Note-se que o problema não é directamente causado pela categoria autónoma – esta limita-se a tornar as coisas visíveis. É, sim, próprio do regime de impugnação de deliberações sociais – e só o considero aqui no que toca a aumentos de capital.

Por mim, a par de um reforço dos poderes do notário e do conservador do registo comercial no controlo efectivo dos vícios das deliberações (de aumento de capital) em sociedades abertas que gerem anulabilidade, com um registo provisório próprio, e fora dos casos de acção de declaração de nulidade (mas aí com uma verificação preliminar por parte do tribunal) e das que fossem intentadas pelo conselho fiscal (CSC, art. 59.º, n.º 1), faria depender a manutenção da categoria autónoma prevista na al. b) do art. 25.º da prestação pelo impugnante de caução relativamente aos prejuízos que para a sociedade e para os subscritores e adquirentes pudessem advir, a efectivar no caso de o autor decair na acção, estabelecendo um regime de responsabilidade semelhante ao que existe hoje nos procedimentos cautelares (CPC, art. 390.º, n.º 1). A caução seria fixada pelo tribunal, ouvida a CMVM. Existindo e mantendo-se a categoria autónoma, e se a acção procedesse, operar-se-ia a amortização das acções da

secção 459 do *Companies Act*, o accionista pode accionar a sociedade alegando conduta da sociedade “*unfairly prejudicial*” para os interesses dos accionistas ou de parte deles, mas aqui a acção é de responsabilidade. Significativo é o facto de o tema da impugnação de deliberações sociais se encontrar praticamente ausente das grandes obras sobre *Companies Law*, como *Palmer’s Company Law*, *Pennington’s Company Law* ou *Gower’s Company Law*, e de não se haver encontrado decisão sobre impugnação de aumento de capital.

A presente nota representa um sumário dos resultados de pesquisa levada a cabo pelo Dr. Filipe Lowndes Marques.

categoria, prevista no art. 26.º, se aplicável, ou a sua extinção. Não se mantendo a categoria autónoma, os efeitos da procedência da impugnação seriam simplesmente reparatórios ou indemnizatórios⁶⁰.

49. Independentemente desta crítica – parcial e que visa mais o regime de impugnação de deliberações sociais do que o art. 25.º -, aquilo que importa, para a teoria dos valores mobiliários meramente categoriais, é o modo como o CVM resolveu o problema da sua identificação, enquanto possa haver e quando haja impugnação. Fê-lo precisamente pela **criação de nova categoria** – porque só através de categorias são os valores meramente categoriais identificáveis. Os valores mobiliários integrados numa categoria autónoma, sendo fungíveis entre si, tornam-se infungíveis relativamente aos que nela não cabem.

VI. FUNGIBILIDADE DE VALORES MOBILIÁRIOS

50. A noção de fungibilidade que da teoria das coisas fungíveis e do art. 207.º do Código Civil se extrai corresponde a um **conceito de relação**. Não há coisas absolutamente fungíveis – uma “relação jurídica” que tivesse por objecto uma “qualquer coisa” seria totalmente indeterminada. De harmonia com o art. 207.º do Código Civil, as coisas do mesmo género e qualidade são fungíveis **entre si**. Já não o são com coisas de género e qualidade diferentes. Coisas de género e qualidade diferentes são, entre si, infungíveis. Há, é certo, coisas inteiramente infungíveis (as normalmente chamadas coisas infungíveis). Tal qualificação cabe àquelas coisas que, da perspectiva da “relação jurídica”, e porque são tomadas na sua **singularidade**, não têm relação de fungibilidade com qualquer outra. Ainda aqui, no entanto, a infungibilidade corresponde a um conceito de relação: agora, um conceito de relação **negativo**.

O n.º 3 do art. 204.º do CVM, embora sem o dizer expressamente, utiliza também a noção de fungibilidade como um conceito de relação. Quando, por exemplo, nele se afirma que são fungíveis os valores mobiliários que pertençam à mesma categoria, é manifesto que se significa que, observados os demais requisitos, os valores da categoria **x** são fungíveis

⁶⁰ A questão é, aliás, mais ampla e consiste em saber se o regime geral de consequências dos vícios do negócio jurídico se adequa aos vícios das deliberações sociais. Vide, sobre a matéria, a excelente monografia de Giorgio Meo, *Gli Effetti dell'Invalidità delle Deliberazioni Assembleari*, Giuffrè, Milão, 1998.

entre si e que entre si são fungíveis os da categoria y. Os valores da categoria x não são, porém, fungíveis com os da categoria y e vice-versa.

Já no n.º 2 do art. 204.º, a fungibilidade aparece como uma propriedade **absoluta** dos valores mobiliários. Diz-se, com efeito, que podem ser objecto de operações realizadas em mercado *valores mobiliários fungíveis*, o que implica que haja valores pura e simplesmente fungíveis e valores pura e simplesmente infungíveis.

51. O que significa então fungibilidade no n.º 2 do art. 204.º, como propriedade absoluta?

Conforme se viu, toda a tradição é no sentido de associar a fungibilidade dos valores mobiliários à irrelevância ou à ausência de número de ordem. A tal irrelevância ou ausência corresponde a mera categorialidade – a falta de individualidade. Julgo, pois, que é na acepção de **mera categorialidade** de valores mobiliários que o termo “fungibilidade” deve ser entendido no n.º 2 do art. 204.º.

52. As situações jurídicas categoriais, com ou sem individualidade, só podem, no âmbito dos valores mobiliários, ter características representáveis. Definem-se necessariamente por referência a *conceitos “representáveis”* – isto é, susceptíveis de expressão no suporte representativo. Esses conceitos representáveis têm uma função de identificação.

Evitei até agora falar de categoria, a não ser nas expressões “situações jurídicas ou direitos categoriais” ou “meramente categoriais” ou por alusão à lei. Usei a palavra “classe”. Fi-lo por causa das acepções específicas que a palavra categoria tem no art. 302.º, n.º 2, do CSC, e no art. 45.º do CVM. O art. 25.º do CVM fala, porém, de *categoria autónoma*, para designar os valores de uma emissão por aumento de capital, até decorrerem 30 dias sobre a deliberação ou até a decisão de impugnação. Aí, a palavra categoria não está empregue no sentido do art. 45.º. As acções emitidas no aumento de capital que se encontre em causa podem ser da mesma categoria, na acepção do art. 45.º, das acções emitidas na constituição da sociedade ou noutros aumentos de capital⁶¹. Trata-se, no art. 25.º, de uma **categoria de identificação**. Mas, afinal, a categoria do art. 45.º funciona igualmente como categoria de identificação, embora a isso não se reduza. Categorias de identificação são, em última análise, todos os conceitos representáveis. No fundo, o termo categoria equivale aqui a conceito considerado da perspectiva da sua extensão, em suma, a classe.

⁶¹ Cfr. Rafaela Rocha, est. cit., p. 150.

A combinação das diversas categorias simples de identificação forma **categorias complexas**: são estas que directamente identificam os valores.

53. Quando o n.º 3 do art. 204.º define fungibilidade em termos relativos está a considerar **fungíveis** valores mobiliários que pertençam à mesma **categoria complexa** formada a partir das categorias simples que considera relevantes ou cuja relevância resulta de outras normas – por exemplo, do art. 25.º. Não basta a identidade de categoria simples. Valores da mesma categoria na acepção do art. 45.º, mas com formas de representação diferentes, não são fungíveis para os efeitos do n.º 3 do art. 204.º, como não o são valores da mesma categoria, na acepção do art. 45.º, e idêntica forma de representação, mas com regimes fiscais objectivamente diversos, ou com ou sem destaque de direitos. Tão pouco são fungíveis valores integrados numa categoria autónoma nos termos do art. 25.º e valores integrados noutra categoria autónoma do mesmo art. 25.º ou, pura e simplesmente, não integrados em categoria autónoma (categoria dos valores não integrados em categoria autónoma).

Porque o n.º 3 do art. 204.º opera, por força do n.º 2, no âmbito dos valores meramente categoriais, a **fungibilidade relativa que nele se estabelece significa somente que estão em causa quantidades ideais da mesma categoria complexa relevante**.

54. No que toca ao modo de formação das categorias complexas relevantes, a consequência da circunstância de o n.º 3 operar no âmbito fixado pelo n.º 2 reside na necessidade de definir *categorias prévias*: a de *valores livremente transmissíveis* (por oposição à de *valores não livremente transmissíveis*), a de *valores integralmente liberados* (por oposição à de *valores não integralmente liberados*) e a de *valores não onerados* (por oposição à de *valores onerados*). As categorias formadas por oposição nunca serviriam para definir um regime legal de fungibilidade, visto abrangerem situações muito diversas de uma perspectiva prática: valores não integralmente liberados em quanto? valores limitados na transmissão como? onerados por quê e em que montante? Mas, para os efeitos em causa, a discriminação é desnecessária. O n.º 3 do art. 204.º só se aplica aos valores que **pertençam cumulativamente às três categorias prévias referidas**. Qualquer categoria complexa relevante pressupõe assim o preenchimento cumulativo dos requisitos das três categorias prévias.

55. O n.º 3 do art. 204.º do CVM refere a fungibilidade à negociação em mercado. O n.º 2 havia afirmado que “*podem ser objecto das opera-*

ções realizadas em mercado: a) valores mobiliários fungíveis admitidos à negociação nesse mercado...”.

Outro pressuposto da aplicação do n.º 3 é, assim, que os valores se encontrem admitidos à negociação em mercado. Mais precisamente, o n.º 3 só se refere a valores admitidos à negociação em mercado. A delimitação dos valores admitidos à negociação faz-se segundo critérios variados – valores da categoria A, B, C ou N, na acepção do art. 45.º, valores da emissão x, y, ou z... Tais categorias são, porém, consumidas, para os efeitos do art. 204.º, na categoria dos valores admitidos à negociação em mercado.

Esta é, também ela, uma *categoria prévia*. Mas há, depois, desdobramento. Conforme resulta até da maneira de dizer da al. a) do n.º 2 – “admitidos à negociação nesse mercado” – a fungibilidade relativa estabelece-se entre os valores admitidos à negociação em cada mercado⁶². Formam-se assim, para além da categoria prévia dos valores admitidos à negociação em mercado, categorias simples dos valores admitidos à negociação em cada mercado – tantas quantas os mercados relevantes.

56. Outras categorias simples relevantes para os efeitos de fungibilidade relativa são, de harmonia com o n.º 3 do art. 204.º, as categorias na acepção do art. 45.º do CVM. Estas são em número ilimitado. Lembre-se que a identidade de emitente ou sujeito perante o qual os valores integram situações jurídicas é requisito da identidade de categoria. E é infinita a variedade possível de modulações das situações jurídicas no âmbito dos tipos legais ou regulamentares de valores mobiliários. Pense-se apenas nas soluções imagináveis em matéria de juro e de vencimento nas obrigações.

57. A sujeição objectiva ao mesmo regime fiscal implica a definição de categorias fiscais. Estas encontram-se relacionadas com tipos ou sub-tipos de valores mobiliários. Quando os regimes fiscais sejam diferentes apenas em razão de tipos e sub-tipos, que necessariamente implicam categorias diferentes, no sentido do art. 45.º do CVM, limitam-se a fornecer

⁶² Deixa-se aqui em aberto a questão de saber como se define a unidade dos mercados. A integração do sistema *Euronext*, com distinção entre admissão à cotação e admissão à negociação, esta com base numa regra de *porta de entrada*, suscitará o problema do tratamento como mercados unificados dos sistemas de negociação dos Estados aderentes. As perspectivas relevantes a este respeito foram objecto de excelente exposição no curso de pós-graduação de Direito dos Valores Mobiliários do Instituto dos Valores Mobiliários, no ano lectivo 2001/2002, por parte do Dr. João Soares da Silva, subordinada ao tema “O Euronext – Alguns Aspectos de Funcionamento e Estrutura Jurídica”, para publicação.

um fundamento adicional de infungibilidade relativa. Apenas se tornam fundamento, só por si, de infungibilidade relativa quando a discriminação de regime fiscal abranja valores da mesma categoria na acepção do art. 45.^o⁶³.

58. O destaque de direitos suscita, no quadro do CVM, problemas que, pela sua complexidade, exigiriam estudo autónomo e não podem, por consequência, ser aqui considerados⁶⁴. Tais problemas envolvem, além do mais, não só a identificação dos direitos destacáveis, como o regime de destaque e a determinação de quais direitos destacáveis podem, uma vez destacados, converter-se eles próprios em valores mobiliários, nos termos da al. f) do n.^o 1 do art. 1.^o do CVM.

No que especificamente diz respeito ao n.^o 3 do art. 204.^o, só faz sentido, em rigor, considerar o destaque no âmbito de cada categoria, na acepção do art. 45.^o, porque é por esta que se definem os direitos, incluindo aqueles que serão destacáveis. A redacção do preceito permite contemplar, em abstracto, quatro hipóteses: dos valores da categoria não foram destacados direitos alguns; de todos os valores da categoria foram destacados os mesmos direitos; de uns valores da categoria foram destacados certos direitos, de outros não foram destacados direitos alguns; de uns valores da categoria foram destacados certos direitos, de outros outros direitos. Na primeira e na segunda hipóteses, mantém-se a fungibilidade relativa em toda a categoria; na terceira e na quarta haverá que distinguir

⁶³ Um caso é o das acções da BRISA-Auto Estradas de Portugal, SA. A sociedade, constituída em 1972, era privada e só uma parte menor das suas acções foi indirectamente nacionalizada em 1975. O Estado veio a adquirir uma posição correspondente a quase 90% do capital social através de subscrição de aumentos de capital. Pelo Dec-Lei n.^o 253/97, de 25 de Setembro, foi iniciada a privatização das acções detidas pelo Estado, concluída nos termos do Dec-Lei n.^o 177-A/2001, de 7 de Junho. As acções privatizadas, mas não as que eram originariamente privadas, tinham e têm o benefício fiscal previsto no art. 59.^o do EBF. Por isso, as acções têm sido transaccionadas separadamente no mercado de cotações oficiais.

⁶⁴ Sobre o tema, *vide* Alexandre Brandão da Veiga, “Direitos Destacados e *Warrants* Autónomos”, *cit.*, pp. 85 ss.. No domínio do CodMVM, *vide* o notável estudo de Jorge Costa Santos, “Direitos inerentes a valores mobiliários: em especial, os direitos equiparados a valores mobiliários e o direito ao dividendo”, *in* AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, pp. 55 ss.; António Soares, “Direitos Inerentes a Valores Mobiliários”, *in* AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, I, IVM, pp. 133 ss.; Pedro Pais de Vasconcelos, “Direitos Destacáveis – o Problema da Unidade e Pluralidade do Direito Social como Direito Subjectivo”, *ibidem*, pp. 167 ss.; e Paula Alvarez, “Os direitos de subscrição em geral e no Código do Mercado de Valores Mobiliários em particular”, *in* AA.VV., *Direitos dos Valores Mobiliários*, II, IVM, pp. 285 ss..

sub-categorias, para efeitos de fungibilidade relativa. Questão que se abre é a de saber se valores mobiliários dos quais tenham sido destacados direitos de forma isolada e não sistemática podem continuar a ser negociados em mercado. A negociação em mercado é uma negociação de massa, que não faz sentido em tal situação⁶⁵.

59. No plano da identidade das situação jurídicas há, por fim, que levar em conta o art. 25.º do CVM. Este só se aplica aos valores mobiliários de tipo acção. De acordo com ele, impõe-se distinguir cada categoria autónoma, referida a cada emissão, criada e mantida nos termos do preceito, e, por outro lado, a categoria das acções não abrangidas por categoria autónoma. Aquilo que nas categorias autónomas se encontra em causa é a *precariedade* dos direitos por elas abrangidos.

60. Outro dos critérios de fungibilidade relativa é, sempre de harmonia com o n.º 3 do art. 204.º, a *forma de representação*. Segundo o art. 46.º, n.º 1, as formas de representação são a representação por registo em conta (representação *escritural*) e a representação em papel (representação *titulada*).

Há, depois, modalidades de cada uma das formas de representação. Assim, nos termos do art. 61.º, o registo individualizado de valores mobiliários pode constar de contas abertas junto de intermediários financeiros, integradas em sistema centralizado, de conta aberta junto de um único intermediário financeiro e de conta aberta junto do emitente ou de intermediário financeiro que o representa. A integração em sistema centralizado é necessária para os valores escriturais admitidos à negociação em mercado regulamentado (art. 62.º).

A fungibilidade relativa a que alude o n.º 3 do art. 204.º pressupõe, pela sua própria razão de ser, a *unidade do sistema de registo*. O critério da forma de representação deve ser entendido em conjugação com tal exigência de unidade. Assim, haverá tantas categorias simples, para os fins do n.º 3 do art. 204.º, quantas as unidades de registo individualizado, sejam unidades de sistemas centralizados⁶⁶, sejam do próprio emitente ou de intermediários financeiros.

⁶⁵ O Regulamento da BVLP 1-C/2000, alterado pelos Regs. n.ºs 9-C/2000 e 1-C/2002 (Regulamento da Negociação a Contado), só prevê a negociação *ex direitos* e a própria negociação de direitos destacados em situações de destaque sistemático (arts. 27.º e 29.º).

⁶⁶ Presentemente há apenas uma, a *Central de Valores Mobiliários*, gerida pela INTERBOLSA-Sociedade Gestora de Sistemas de Liquidação e de Sistemas Centraliza-

Pelo que respeita aos valores titulados, só relevam, no âmbito do n.º 3 do art. 204.º, e por virtude do n.º 2, os que se encontrem integrados em sistema centralizado e os representados por título global, porque só esses são meramente categoriais. Visto que a circulação dos valores titulados meramente categoriais se faz segundo o regime dos valores escriturais, mediante inscrições em contas de registo individualizado, o princípio da unidade do sistema de registo ser-lhes-á igualmente aplicável. A única particularidade estará em que a cada título global corresponderá uma unidade de sistema de registo (pense-se na hipótese de várias emissões ou séries de valores da mesma categoria no sentido do art. 45.º, necessariamente representadas por títulos globais diferentes).

61. Ponto que suscita dúvida é o de saber se o carácter nominativo ou ao portador dos valores mobiliários tem relevo para os fins do art. 204.º, n.º 3. A distinção é originária dos valores titulados. O CVM manteve-a para todos os valores, mas segundo o critério da faculdade do emitente de conhecer ou não a todo o tempo a identidade dos titulares (art. 52.º). No que toca aos valores titulados abrangidos pelo n.º 3 do art. 204.º, o título global não pode, por definição, ser nominativo nem ao portador no sentido tradicional, utilizado nos arts. 101.º e 102.º. Tanto os valores mobiliários representados por título global como os valores titulados depositados em intermediário financeiro seguem o regime de circulação dos valores escriturais, pelo que o carácter nominativo ou ao portador releva apenas através da faculdade, ou não, de o emitente conhecer os titulares.

O CVM caracteriza a distinção entre valores nominativos e ao portador como distinção segundo *modalidades*. E os próprios termos da distinção, no art. 52.º do CVM, tornam difícil reconduzi-la a uma diferenciação pela *forma de representação*, de que fala o n.º 3 do art. 204.º. A verdade, porém, é que, sempre que os valores da mesma categoria no sentido do art. 45.º são uns nominativos e outros ao portador, se pratica a sua discriminação, na negociação em mercado⁶⁷ – o que pressupõe o entendimento de que há infungibilidade relativa.

62. As categorias complexas, para os efeitos do n.º 3 do art. 204.º, formam-se através da *cumulação das categorias prévias e da combinação das categorias simples relevantes entre si combináveis*.

dos de Valores Mobiliários, S.A.. Vide Regulamento da Interbolsa n.º 3/2000, alterado pelos Regulamentos n.ºs 3/2001 e 6/2001.

⁶⁷ Assim, p. ex., no mercado de cotações oficiais, quanto às acções da Estoril-Sol, da ITI, da Sociedade Figueira-Praia e da Solverde.

Há categorias simples que não são combináveis. Assim, por exemplo, um regime fiscal de acção não é combinável com categorias de obrigações e vice-versa. Mas outras são. As categorias simples segundo a forma de representação são combináveis com todas as categorias de valores mobiliários na acepção do art. 45.º e vice-versa. As categorias de regime fiscal de acções ou de obrigações ou de unidades de participação são combináveis respectivamente com todas as categorias de acções, de obrigações ou de títulos de participação.

As categorias complexas, para os efeitos do art. 204.º, n.º 3, são assim tantas quantas as combinações possíveis de categorias simples.

63. A fungibilidade estabelecida no n.º 3 do art. 204.º é uma fungibilidade por **determinação da lei** e, mais, por determinação de **norma imperativa**, no sentido em que o conceito se opõe ao de norma supletiva. Porque a fungibilidade é estabelecida “*para efeitos de negociação em mercado*”, o alcance do preceito está em determinar que, em mercado, as quantidades têm de ser identificadas por referência às **categorias complexas** relevantes e que a negociação tem de ser diferenciada relativamente a cada uma delas.

64. No âmbito de operações fora de mercado, se estiverem em causa valores meramente categoriais, de novo a fungibilidade não pode significar mais do que pertença de quantidades a uma categoria. A diferença relativamente à negociação em mercado está apenas em que, porque a autonomia privada é agora mais ampla, se podem utilizar categorias além daquelas próprias da negociação em mercado. Ponto é que tais categorias sejam **representáveis**, isto é, que possam ter expressão no suporte representativo de valores.

65. Ainda no domínio das operações fora de mercado, mas respeitantes agora a valores mobiliários com número de ordem relevante – valores, pois, com individualidade –, tais valores podem ser tratados como infungíveis ou fungíveis e já a noção de fungibilidade é aquela que consta do art. 207.º do Código Civil, referida a coisas corpóreas ou transposta para direitos. Porque os valores mobiliários constituem sempre direitos categoriais, se forem tratados como fungíveis, no negócio jurídico que estiver em causa, a identidade de género e qualidade há-de sempre envolver categorias representáveis. Mas, porque dos títulos nominativos consta a indicação do titular e, em todos, os números de ordem são eles próprios representados, torna-se possível construir categorias não utilizáveis no

âmbito dos valores meramente categoriais – p. ex., tantos dos valores adquiridos a A, ou tantas acções ou obrigações da emissão x, ou tantas obrigações da série Y, ou simplesmente tantos valores de entre aqueles que têm número de ordem de tal a tal. De qualquer modo, estão em jogo objectos com individualidade.

66. Na restituição de títulos depositados em sistema centralizado, estamos de novo perante uma fungibilidade por determinação (implícita) de lei. A fungibilidade é de coisas (ou títulos). Mas traduz consequência da mera categorialidade das situações jurídicas, entretanto havida. Isso implica que, no momento da restituição, hajam de inscrever-se nos títulos as indicações que, no que toca a quantidades, constavam do registo. E que a cada depositante sejam restituídos títulos com as indicações correspondentes aos valores de que é titular e nas quantidades em que o é.

CONCLUSÃO

67. Encontrámos, assim, a propósito dos valores mobiliários, três acepções do termo fungibilidade, com relação mais próxima ou mais afastada entre si, mas distintas, e a que correspondem três conceitos.

Numa primeira acepção, utilizada no n.º 2 do art. 204.º, fungibilidade significa **mera categorialidade**. Numa segunda, adoptada no n.º 3 do mesmo preceito, exprime a **pertença de quantidades ideais a uma mesma categoria** (complexa). O primeiro é um conceito absoluto, o segundo um conceito de relação. Mas a conexão entre os dois conceitos é íntima – implicam-se reciprocamente. O segundo pressupõe o primeiro: não pode haver pertença de quantidades ideais a uma categoria sem *mera categorialidade*. O primeiro exige o segundo: não pode haver *mera categorialidade* sem referência a categorias, a que pertençam quantidades ideais.

Numa terceira acepção, referida a propósito da restituição de títulos ou das operações fora de mercado relativas a valores mobiliários titulados com número de ordem relevante, a fungibilidade respeita a objectos **com individualidade** e a noção é aquela que resulta do art. 207.º do Código Civil. Neste conceito ainda se podem discriminar sub-conceitos, conforme a fungibilidade seja reportada a *títulos* (coisas corpóreas) ou a *direitos* ou *situações jurídicas*.

A distinção entre a segunda e a terceira acepções é subtil. Uma e outra envolvem apelo à noção de categoria. Mas na segunda acepção está em causa **indiferenciação** (de objectos sem individualidade), ao passo que

na terceira se encontra em causa **indiferença** (entre objectos com individualidade). Na *indiferença* os objectos são distintos como indivíduos. Apresentam características em parte semelhantes, em parte dissemelhantes. Para certo propósito, relevam somente as características semelhantes ou algumas delas. Por isso, qualquer ou quaisquer dos objectos servem tal propósito. Na *indiferenciação* os objectos não são mesmo distintos como indivíduos. Não podem ter características diferentes. E não têm sequer características semelhantes. São simplesmente indistintos. A categoria tem sempre uma função *identificadora*. Mas, na *indiferenciação*, possui ainda uma função *constitutiva*; e identificada é apenas a classe, em si mesma. Talvez se possa dizer que a *indiferenciação* é um *mais* relativamente à *indiferença*. Mas será um *mais* de natureza diversa.

Historicamente, a ordem de aparecimento dos conceitos é inversa daquela por que os referi. A primeira noção de fungibilidade a surgir foi a que indiquei em último lugar, reportada a títulos, como fungibilidade de coisas (corpóreas), e transposta depois para direitos. A evolução semântica subsequente é compreensível. Partindo da *indiferença* entre títulos ou direitos, o termo estendeu-se à *indiferenciação* de direitos ou situações jurídicas, decorrente da irrelevância ou ausência de número de ordem: os conceitos são facilmente confundíveis e foram confundidos. Aliás, os dois conceitos articulam-se na fungibilidade legal respeitante a valores titulados: à *indiferenciação* dos direitos corresponde a *indiferença* entre os títulos. E esta foi tomada como a “face visível” daquela. Porque, de todo o modo, a *indiferenciação* pressupõe a *mera categorialidade*, a palavra fungibilidade passou a referi-la também.

O recurso à palavra fungibilidade para designar aquilo que caracterizei como *mera categorialidade* (“qualidade” decorrente da ausência ou irrelevância de número de ordem) foi estabelecido pela prática, incluindo a prática doutrinária, e encontra pelo menos hoje consagração no n.º 2 do art. 204.º do CVM. Mas a utilização do termo com este alcance, e sobretudo a do seu oposto (infungibilidade), ainda que provavelmente irreversível, é de algum modo espúria e gera uma contradição aparente, a qual apenas pode ser ultrapassada mediante discriminação de significados, que se procurou efectuar. Na verdade, quando, a respeito de operações fora de mercado, se fala de fungibilidade de valores mobiliários como direitos ou situações jurídicas por referência a valores com número de ordem relevante, no sentido, baseado no art. 207.º do Código Civil, de *indiferença* entre alguns desses valores, está-se a reportar a fungibilidade a valores que, segundo o critério de classificação que conduz à identificação da fungibilidade com a *mera categorialidade*, seriam valores infungíveis. A contradição estaria

na afirmação da fungibilidade (relativa) de valores (absolutamente) infungíveis. Tal contradição é apenas aparente porque, na proposição indicada, quando se diz que os valores são infungíveis significa-se apenas que têm individualidade. Ora, entre direitos com individualidade pode haver fungibilidade, no sentido de *indiferença*.

68. Resta – e não é pouco – a questão de saber qual o estatuto lógico e ontológico dos direitos ou situações jurídicas meramente categoriais. Sobre ela não me encontro em condições de dizer mais do que o que se segue.

Enquanto “objectos”, as situações meramente categoriais participam de alguns dos traços daquilo que tem sido designado, em língua inglesa, como “*particulars*”⁶⁸ (que, à falta de melhor, traduzirei por *particulares*), por oposição a *universais*. Tomando como referência as características que são atribuídas aos *particulares* no livro clássico de Strawson, os direitos ou situações jurídicas meramente categoriais, do mesmo modo que o comum dos *particulares*, pressupõem, para serem tomados como objectos, um sistema único e unificado espaço-temporal⁶⁹. A introdução, numa proposição, de um termo relativo a situações meramente categoriais requer também o conhecimento, ou suposto conhecimento, de factos empíricos⁷⁰: por exemplo, para se falar das acções da categoria *x* exige-se o conhecimento de um acto de emissão e de outros de subscrição, além dos próprios factos constitutivos da sociedade *y*. Assim, ainda, ao invés dos universais, em proposições predicativas as situações meramente categoriais nunca podem aparecer sozinhas como predicado (mas podem aparecer, além de como sujeito, como elementos de um predicado composto, juntamente com universais)⁷¹.

Ao contrário, porém, do comum dos particulares não podem ser objecto de expressões referenciais ou identificadores a não ser como classe. Não podem, em especial, ser objecto de expressões referenciais singulares, salve com aditamento delimitador (por exemplo, a acção da categoria *x* de que *A* é titular, se este só for titular de uma acção dessa categoria). Os “*sortal universals*”⁷² podem, quanto às situações meramente categoriais,

⁶⁸ Em especial, Strawson, na obra (*Individuals*) referida na nota 46.

⁶⁹ Strawson, ob. cit., p. 31 ss..

⁷⁰ Ob. cit., pp. 181-184 e 187-188.

⁷¹ Ob. cit., p. ex., pp. 172 e 188-189.

⁷² Strawson define o “*sortal universal*”, que distingue do “*characterizing universal*”, como aquele que fornece “*a principle for distinguishing and counting individual particulars which it collects*” (ob. cit., p. 168).

fornecer um princípio de contagem, mas não de distinção. Em suma, as situações meramente categoriais não podem ser objecto de *referência individualizadora*.

Daqui não decorre que as situações meramente categoriais consistam em objectos situados a meio caminho entre os *particulares* e os *universais* ou objectos mistos. O seu estatuto será o de *particulares*. O que haverá é que distinguir, no conceito de *particulares*, os *particulares individuais* ou *indivíduos*⁷³ dos *particulares não individuais* ou *sem individualidade* ou ainda *particulares indiferenciados*. Os *indivíduos*, pressupondo sempre factos empíricos, podem ser ou não objectos empíricos. Os *particulares indiferenciados*, pressupondo também sempre factos empíricos, nunca são objectos empíricos. São sempre objectos ideais.

O mistério que rodeará a noção de *particulares não individuais* ou *indiferenciados* resulta de não ter sido estudada – que saiba. E não consigo dela mais do que uma caracterização preliminar e predominantemente negativa. O que, em última análise, pude foi dar conta de tal modalidade de objectos.

⁷³ Uso aqui a palavra *indivíduo* no sentido corrente (mas sem qualquer necessária conotação pessoal) de objectos que *cada um* se diferencia de *cada outro*. O significado é, pois, muito diferente daquele que Strawson, no final da sua obra, atribui ao termo *individuals* “no mais amplo sentido lógico”, e que faz equivaler a sujeitos lógicos, incluindo pois os universais (ob. cit., pp. 226 ss.).