

O fim dos valores mobiliários ao portador

DR.^a JOANA TORRES EREIO*

SUMÁRIO: 1. Introdução. 2. Os valores mobiliários ao portador: 2.1. O anterior regime no ordenamento jurídico português; 2.2. Valores mobiliários escriturais ao portador? 3. O movimento contra os valores mobiliários ao portador: 3.1. O contexto geral; 3.2. Os precedentes comunitários. 4. O caso português: as medidas legislativas que consagraram o fim dos valores mobiliários ao portador: 4.1. O quadro normativo; 4.2. A (apressada) implementação da Lei 15/2017; 4.3. A proibição de emissão de novos valores mobiliários ao portador; 4.4. As alterações ao CVMob e ao CSC: 4.4.1. Normas alteradas; 4.4.2. Normas revogadas; 4.5. A obrigação de conversão em nominativos dos valores mobiliários ao portador em circulação; 4.6. O procedimento de conversão de valores mobiliários ao portador: 4.6.1. Deliberação adotada pelos órgãos sociais do emitente; 4.6.2. Anúncio; 4.6.3. Dever dos intermediários financeiros; 4.6.4. Modos de concretização da conversão: A) Durante o Período Transitório, por iniciativa e a expensas do emitente; B) Durante o Período Transitório, por entidade gestora de sistema centralizado ou por intermediário financeiro; C) Depois do Período Transitório; 4.6.5. Atualização de registos; 4.7. As consequências do incumprimento da obrigação de conversão: 4.7.1. A proibição da transmissão de valores mobiliários ao portador; 4.7.2. A suspensão do direito a participar em distribuições de resultados; 4.7.3. O papel dos titulares de valores mobiliários ao portador; 4.8. O âmbito de aplicação a situações plurilocalizadas. 5. Considerações finais.

1. Introdução

Até muito recentemente, os valores mobiliários¹ emitidos ao abrigo da lei portuguesa podiam ser, quanto à faculdade do emitente de conhecer a todo o tempo os respetivos titulares, nominativos ou ao portador.

* Advogada do Departamento de *M&A/Private Equity* da Uría Menéndez – Proença de Carvalho.

¹ Nos termos do artigo 1.º do Código dos Valores Mobiliários, “São valores mobiliários, além de outros que a lei como tal qualifique: a) as ações; b) as obrigações; c) os títulos de participação; d) as unidades de participação em instituições de investimento coletivo; e) os warrants autónomos; f) os direitos destacados dos

Esta classificação constava do artigo 52.º do Código dos Valores Mobiliários (“CVMob”), na redação anterior à introduzida pela Lei n.º 15/2017, de 3 de maio (“Lei 15/2017”), que distinguia os valores mobiliários ao portador, em que o emitente não tem a faculdade de conhecer, a todo o tempo, a identidade dos seus titulares, dos valores mobiliários nominativos, em que o emitente tem essa faculdade².

A Lei 15/2017 surge no contexto das críticas apontadas à utilização abusiva dos valores mobiliários ao portador – *maxime*, das ações ao portador – no âmbito da criminalidade financeira, tendo vindo proibir a emissão de novos valores mobiliários ao portador e obrigar à conversão dos valores mobiliários ao portador existentes em valores mobiliários nominativos.

Esta lei foi posteriormente regulamentada pelo Decreto-Lei n.º 123/2017, de 25 de setembro (“DL 123/2017”), que veio estabelecer o procedimento de conversão dos valores mobiliários ao portador em circulação, processo que, de acordo com estes diplomas, deveria estar concluído até ao dia 4 de novembro de 2017 (ou até ao dia 6 de novembro, se se entender que este período se considerou estendido até ao dia útil seguinte).

Na sequência desta alteração legislativa, far-se-á uma breve reflexão sobre a figura dos valores mobiliários ao portador e uma análise crítica ao regime jurídico introduzido pela Lei 15/2017 e pelo DL 123/2017.

valores mobiliários referidos nas alíneas a) a d), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão; e g) outros documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que sejam suscetíveis de transmissão em mercado.”. Muito embora as considerações feitas em seguida valham, as mais das vezes, para os valores mobiliários em geral, ocupar-nos-emos especificamente nalguns casos, pela sua relevância generalizada, da dicotomia ações ao portador/ações nominativas.

² A este respeito, Cláudia PEREIRA DE ALMEIDA refere que embora inicialmente a distinção entre ações nominativas e ações ao portador assentasse apenas no critério da “*lei da circulação*”, traduzindo-se no facto de a transmissão das ações nominativas requerer o averbamento no livro de registo de ações e inscrição do pertence no título, enquanto a transmissão das ações ao portador operava pela *traditio*, este critério entrou em crise com o aparecimento dos valores mobiliários escriturais (que, pela sua própria natureza, não podem ser transmitidos desta forma), pelo que passou a valer o critério da cognoscibilidade a todo o tempo, pelo emitente, da identidade dos titulares das ações (*cf. Relevância da Causa na Circulação das Ações das Sociedades Anónimas Fora de Mercado Regulamentado*, Coimbra Editora, 2007, pág. 65). No mesmo sentido, *cf. Maria Miguel CARVALHO, Conflitos de presunções de titularidade de ações ao portador, in II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2012, pág. 95. Sobre a origem deste novo critério de distinção entre valores mobiliários nominativos e ao portador, *cf. Paulo Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2009, págs. 121 e ss. Chamando a atenção para o facto de o critério tradicional de distinção entre ações nominativas e ações ao portador continuar aplicável quando estejam em causa ações tituladas, *cf. Tiago SOARES DA FONSECA, Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, 2009, pág. 774.

2. Os valores mobiliários ao portador

2.1. O anterior regime no ordenamento jurídico português

Tal como referido acima, até à entrada em vigor da Lei 15/2017 e nos termos do artigo 52.º do CVMob, podiam emitir-se valores mobiliários nominativos ou ao portador³, correspondendo os valores mobiliários ao portador àqueles em que o emitente não tem meios, em cada momento, para identificar os respetivos titulares.

Tal deve-se ao facto de estes valores mobiliários serem objeto de registo no emitente apenas aquando da sua emissão (*cf.* o artigo 44.º, n.º 1, alínea *f*), do CVMob), mas já não aquando da sua transmissão, que ocorre (ou ocorria), sem a intervenção do emitente e, exceto nos casos em que fossem atingidos determinados limiares de titularidade, sem qualquer obrigação de comunicação ao emitente⁴.

Concretamente, a transmissão operava, no caso de *valores mobiliários ao portador titulados*, pela entrega do título ao adquirente ou ao depositário por ele indicado ou, tratando-se de *valores mobiliários ao portador titulados que já estivessem depositados junto do depositário indicado pelo adquirente*, pelo registo na conta deste⁵ ou ainda, no caso de *valores mobiliários ao portador titulados integrados em sistema centralizado* ou de *valores mobiliários ao portador escriturais*, por registo na conta individualizada do adquirente⁶.

³ Da mesma forma, de acordo com o n.º 1 do artigo 299.º do Código das Sociedades Comerciais, na redação anterior à Lei 15/2017, e que se mantinha inalterada desde a aprovação do CSC pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro (“DL 262/86”), salvo disposição diferente da lei ou dos estatutos, as ações podiam ser nominativas ou ao portador. O artigo 300.º da versão original do CSC (aprovada pelo DL 262/86) expressava preferência pelas ações nominativas face às ações ao portador, estabelecendo que as ações ao portador podiam sempre ser convertidas em ações nominativas e que estas apenas podiam ser convertidas em ações ao portador se a lei não proibisse e os estatutos permitissem a conversão. Esta norma foi revogada pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, que aprovou o CVMob, tendo o artigo 53.º do CVMob passado a dispor que, em regra, tanto os valores mobiliários ao portador podiam ser convertidos em valores mobiliários nominativos como estes naqueles. O n.º 2 do artigo 52.º do CVMob (na redação anterior à Lei 15/2017) estabelecia, no entanto, como regra supletiva, que os valores mobiliários seriam nominativos (“*Na falta de cláusula estatutária ou de decisão do emitente, os valores mobiliários consideram-se nominativos.*”), continuando, assim, a expressar a preferência do legislador por esta modalidade de valores mobiliários.

⁴ *Cfr.* os artigos 448.º (revogado pela Lei 15/2017) e 484.º do CSC e o artigo 16.º do CVMob.

⁵ *Cfr.* o artigo 101.º, n.ºs 1 e 2, do CVMob, na redação anterior à Lei 15/2017.

⁶ *Cfr.* os artigos 80.º e 105.º do CVMob e o n.º 2 do artigo 32.º do Regulamento da Interbolsa n.º 3/2000.

Pelo contrário, tratando-se de *valores mobiliários nominativos*, o emitente dispõe de meios para, em cada momento, identificar os respetivos titulares.

Assim é, no caso de *valores mobiliários nominativos titulados não depositados* ou *depositados em intermediário financeiro por iniciativa do seu titular*, bem como no caso de *valores mobiliários nominativos escriturais registados junto do emitente*, na medida em que a transmissão destes valores mobiliários deve ser registada junto do emitente ou de intermediário financeiro que o represente⁷, respetivamente, através do seu averbamento a pedido das entidades referidas nos n.ºs 2 e 3 do artigo 102.º do CVMob (por força do n.º 4 desta mesma disposição) ou registada em conta, a pedido das entidades referidas na alínea *a*) do n.º 2 do artigo 66.º do CVMob.

No caso de *valores mobiliários nominativos, titulados ou escriturais, integrados em sistema centralizado*⁸, *escriturais registados junto de intermediário financeiro*⁹ ou *titulados obrigatoriamente depositados em intermediário financeiro por toda a emissão ou série ser representada por um só título*¹⁰, os emitentes dispõem do direito de obter, junto das entidades registadoras¹¹ ou da entidade gestora, a identificação dos seus titulares¹².

No que às ações diz respeito, o Código das Sociedades Comerciais (“CSC”) aponta(va) alguns critérios adicionais de diferenciação entre ações ao portador e ações nominativas.

Em particular, o CSC dispõe, no n.º 2 do artigo 328.º, que por disposição estatutária podem estabelecer-se determinadas limitações à transmissão de ações nominativas¹³, distinguindo-as, assim, das ações ao portador, em que tais limitações estatutárias não são possíveis.

⁷ Cfr. os artigos 102.º e 64.º do CVMob e as Portarias n.º 289/2000 e 290/2000, ambas de 25 de maio.

⁸ Nos termos do artigo 105.º do CVMob, “*Aos valores mobiliários titulados integrados em sistema centralizado é aplicável o disposto para os valores mobiliários escriturais integrados em sistema centralizado.*”. Cfr. também, a este respeito, o n.º 2 do artigo 32.º do Regulamento da Interbolsa n.º 3/2000.

⁹ Nos termos do n.º 2 do artigo 1.º da Portaria n.º 289/2000, de 25 de maio, ao registo junto de intermediário financeiro atuando em representação do emitente aplicam-se as regras do registo de valores mobiliários junto de um único intermediário financeiro.

¹⁰ Nos termos do n.º 5 do artigo 99.º do CVMob, aplica-se a estes o regime dos valores mobiliários escriturais registados num único intermediário financeiro.

¹¹ Cfr. o artigo 61.º do CVMob.

¹² Cfr. o artigo 85.º, n.º 1, alínea c), e n.º 3, do CVMob, o artigo 30.º n.º 1, alínea b), do Regulamento da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”) n.º 14/2000 e o artigo 11.º, n.º 1, do Regulamento da Interbolsa n.º 2/2016.

¹³ Nos termos desta disposição, que estabelece um elenco taxativo das limitações estatutárias à transmissão de ações permitidas por lei, a transmissão das ações nominativas pode, por cláusula dos estatutos, ficar dependente do consentimento da sociedade, sujeita ao direito de preferência dos

Por outro lado, o n.º 2 do artigo 299.º do CSC, na redação anterior à Lei 15/2017, impunha que as ações fossem nominativas nos casos em que a sociedade tivesse de controlar o cumprimento de determinadas obrigações dos seus titulares – obrigação de liberação de entradas e obrigação de realização de prestações acessórias, prevista no artigo 287.º do CSC –, uma vez que apenas desta forma a sociedade (bem como, em segunda linha, os demais acionistas) tinham forma de verificar, a todo o momento, quem estava vinculado às mesmas e, por conseguinte, exigir o respetivo cumprimento. O artigo 304.º, n.º 1, do CSC requeria também que os títulos provisórios fossem nominativos.

O CSC permite ainda que no caso de todas as ações representativas do capital social de uma sociedade serem nominativas, ou apenas em relação aos acionistas titulares de ações nominativas, determinadas comunicações possam ser feitas de forma simplificada. É o caso do artigo 377.º, n.º 3, do CSC, que permite, quando todas as ações sejam nominativas, que os estatutos substituam a publicação da convocatória de assembleia geral no Portal do Ministério da Justiça por cartas registadas ou, em relação aos acionistas que comuniquem previamente o seu consentimento, por correio eletrónico com recibo de leitura. Os artigos 459.º, n.º 2, e 496.º, n.º 3, do CSC, por sua vez, permitem que os estatutos substituam a comunicação por carta registada para efeitos, respetivamente, de exercício do direito de subscrição preferencial em aumento de capital, quando todas as ações sejam nominativas, e a comunicação aos acionistas titulares de ações nominativas das deliberações adotadas por sociedade anónima relativamente à celebração de um contrato de subordinação, por anúncio publicado no Portal do Ministério da Justiça.

2.2. *Valores mobiliários escriturais ao portador?*

Cruzando a dicotomia valores mobiliários nominativos/valores mobiliários ao portador (tradicionalmente baseada no modo de circulação) com a distinção (baseada na forma de representação externa) entre valores mobiliários titulados e valores mobiliários escriturais, vários autores vêm defendendo que não existem valores mobiliários escriturais verdadeiramente *ao portador*, na medida

acionistas não transmitentes ou ainda subordinada à existência de determinados requisitos subjetivos ou objetivos que estejam de acordo com o interesse social. Por força do n.º 4 desta norma, estas limitações têm de ser transcritas nos títulos ou nas contas de registo das ações para serem oponíveis a adquirentes de boa-fé. *Cfr.*, a este respeito, Alexandre DE SOVERAL MARTINS, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Vol. V*, Almedina, 2012, págs. 523 e ss. e Jorge COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial, Vol. II*, Almedina, 2013, págs. 381 e ss.

RDS IX (2017), 4, 829-865

em que, por existir um registo em conta, não são “valores anónimos”¹⁴ e que a transmissão de valores mobiliários escriturais, sejam nominativos ou ao portador, se processa sempre da mesma forma, ou seja, através de registo na conta do adquirente, nos termos previstos no artigo 80.º do CVMob¹⁵.

Poder-se-á, de facto, assentir que a distinção entre valores mobiliários nominativos e ao portador perdeu parte da sua relevância com a introdução dos valores mobiliários escriturais e que não fará sentido falar de *valores mobiliários escriturais ao portador* “puros”¹⁶, pelo facto de, ainda que o emitente não tenha, efetivamente, a faculdade de conhecer o seu titular a qualquer momento, essa titularidade estar registada nas respetivas contas de registo individualizado, sendo, por isso, cognoscível – desde logo, pelas autoridades relevantes, no uso das respetivas prerrogativas legais e judiciais, mas também pelo emitente em determinados momentos da vida da sociedade, mediante o cumprimento, pelos respetivos titulares, das obrigações de informação a que estão obrigados.

No entanto, ainda que seja inegável que, nestes casos, há sempre um “rasto” do titular que pode ser usado para o identificar, a verdade é que o emitente não terá, as mais das vezes, a faculdade de fazer essa identificação, com o que não se preenchia o requisito previsto no antigo artigo 52.º do CVMob¹⁷.

¹⁴ Cfr. Amadeu José FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais*, Almedina, 1997, pág.175.

¹⁵ Paulo OLAVO CUNHA propõe que se considerem ações ao portador apenas aquelas cuja titularidade “depende da posse e não for determinável sem a intervenção do titular, sendo apenas cognoscível pontualmente, apesar das regras que impõem a comunicação da variação de determinados patamares percentuais de titularidade (...) e de divulgação dessa variação (...) ou de certos níveis mínimos por referência a um período determinado” (cfr. *Direito das Sociedades Comerciais*, 6.ª edição, Almedina, 2016, pág. 413). Com uma leitura diferente, defendendo que, por força do (antigo) artigo 52.º do CVMob, a distinção entre ações nominativas e ao portador valia igualmente quando estavam em causa ações escriturais, na medida em que, por um lado, e nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 63.º do CVMob (revogada pela Lei 15/2017), os valores mobiliários escriturais ao portador não podiam estar registados junto do emitente e que, por outro, o dever de informação a cargo das entidades registadoras previsto no artigo 85.º, n.º 1, alínea c), do CVMob apenas abrange as contas de valores mobiliários nominativos, cfr. Alexandre DE SOVERAL MARTINS, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, op. cit., pág. 313.

¹⁶ O preâmbulo do Código do Mercado de Valores Mobiliários, revogado em 1999 pelo atual Código dos Valores Mobiliários, referia-se mesmo à “nominatividade intrínseca dos valores escriturais”.

¹⁷ Efetivamente, o critério relevante para a distinção entre valores mobiliários nominativos e ao portador é, atualmente, não o do seu modo de circulação, mas o da possibilidade de o emitente identificar, a todo o tempo, os respetivos titulares. Cfr. a nota 2 acima.

3. O movimento contra os valores mobiliários ao portador

3.1. O contexto geral

Traduzindo a forma paradigmática de cumprimento do princípio da livre transmissibilidade ou negociabilidade dos valores mobiliários¹⁸⁻¹⁹, e tendo igualmente como vantagens a garantia de confidencialidade e anonimato que dão aos seus titulares, os valores mobiliários ao portador estão simultaneamente associados, precisamente pela falta de transparência quanto à identidade dos seus titulares²⁰, a riscos acrescidos de envolvimento em situações ilícitas, em particular, evasão e fraude fiscal, financiamento do terrorismo e branqueamento de capitais.

Neste contexto, foram particularmente relevantes as recomendações emitidas em fevereiro de 2012 pelo Grupo de Ação Financeira (“GAFI”)²¹, que, na recomendação n.º 24, relativa à transparência e beneficiários efetivos de pessoas coletivas, e respetiva nota interpretativa, aconselha a adoção de “medidas para prevenir a utilização abusiva de ações ao portador ou da opção de subscrição de ações”, nomeadamente, através (a) da sua proibição; (b) da sua conversão em ações registadas ou em opções de subscrição de ações registadas (por exemplo, através de desmaterialização); (c) da sua imobilização, exigindo que sejam detidas por uma instituição financeira ou por um intermediário profissional sujeitos a regu-

¹⁸ O CVMob enuncia, no artigo 1.º, a “susceptibilidade de transmissão em mercado” como nota característica dos valores mobiliários. A este propósito, José ENGRÁCIA ANTUNES refere que não está em causa a transmissibilidade própria da generalidade dos direitos e posições jurídicas, mas sim, e ainda que de forma meramente abstrata ou potencial, uma “negociabilidade em mercado (...): tais valores devem ser transacionáveis na base do encontro entre oferta e procura exclusivamente em relação ao respectivo preço, sem negociação individualizada de outras condições (...), e devem ser livremente circuláveis de forma massificada e estandardizada, sem entraves jurídicos ou económicos a essa circulação” – *cf.* Os valores mobiliários: conceito, espécie e regime jurídico, in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, 2008, págs. 90 e ss. A este respeito, *cf.* também Rodrigo URÍA, *Derecho Mercantil*, 17.ª edição, 1990, pág. 271.

¹⁹ Sobre a história e evolução das ações ao portador, *cf.* José Luis GARCÍA-PITA Y LASTRES, *Acciones Nominativas y al Portador*, in *Derecho de sociedades anónimas*, Civitas, 1994, págs. 565 e ss.

²⁰ A este respeito, é de notar o não pouco frequente incumprimento dos deveres de comunicação relativos à titularidade e transmissão de ações previstos nos artigos 448.º, n.ºs 1 e 2, do CSC (cuja violação era simplesmente cominada com uma coima de €25 a €1.500 (!) – *cf.*, a propósito da falta de sanção para o incumprimento do dever de comunicação previsto no artigo 484.º do CSC, José ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, 2.ª edição, Almedina, 2002, págs. 368 e ss.) e nos artigos 138.º, n.º 1, do Código do IRS e 129.º do Código do IRC.

²¹ Disponíveis em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/documentos-relacionados/gafi_recomendacoes_pt.pdf.

lação; ou (d) da imposição aos acionistas com uma participação de controlo que o comuniquem à sociedade, e à sociedade que registe a sua identidade.

Por outro lado, a Diretiva (UE) 2015/849 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio de 2015, relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo (“Diretiva 2015/849”), inclui as sociedades com ações ao portador no elenco dos fatores de risco de cliente potencialmente mais elevado²², impondo às entidades obrigadas, nestes casos, a adoção de medidas de diligência reforçada quanto à clientela.

Nesta linha, o n.º 2 do artigo 10.º da Diretiva 2015/849 estabelece a obrigação, a cargo dos Estados-Membros, de adoção de medidas para “*prevenir a utilização abusiva de ações ao portador ou warrants sobre ações ao portador*”, conferindo-lhes, assim, liberdade para determinar as medidas concretas a implementar.

Entre nós, estas preocupações haviam já ditado a proibição de o capital social de sociedades de determinados setores regulados ser representado por ações ao portador – é o caso, a título de exemplo, das instituições de crédito com sede em Portugal, das sociedades de capital de risco e das sociedades gestoras de fundos de capital de risco, das sociedades anónimas de seguros e resseguros e dos organismos de investimento coletivo sob a forma societária, cujo capital social tinha já de ser obrigatoriamente representado por ações nominativas²³.

3.2. *Os precedentes comunitários*

No contexto do movimento contrário aos valores mobiliários ao portador, vários Estados-Membros, adiantando-se a Portugal, haviam já proibido a emissão e limitado a utilização dos valores mobiliários ao portador – nos casos analisados as medidas adotadas incidiram sobre os valores mobiliários *titulados* ao portador, com o que se vislumbra alguma correspondência com a tese de que os valores mobiliários escriturais não poderão ser verdadeiramente ao portador.

É o caso da Bélgica, ordenamento jurídico pioneiro em matéria de proibição de valores mobiliários ao portador, em que, por lei de 14 de dezembro de

²² *Cfr.* o artigo 18.º, n.º 3, e o Anexo III.

²³ *Cfr.*, respetivamente, o artigo 14.º, n.º 1, alínea d), do Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, que aprovou o regime geral das instituições de crédito e sociedades financeiras, os artigos 11.º, n.º 3, e 46.º, n.º 1, da Lei n.º 18/2015, de 4 de março, que aprovou o regime jurídico do capital de risco, do empreendedorismo social e do investimento especializado, o artigo 61.º da Lei n.º 147/2015, de 9 de setembro, que aprovou o regime jurídico de acesso e exercício da atividade seguradora e resseguradora, e o artigo 7.º, n.º 2, da Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, que aprovou o regime geral dos organismos de investimento coletivo.

2005²⁴, e com efeitos a partir de 1 de janeiro de 2008, foi proibida a emissão de novos valores mobiliários titulados ao portador (*titres au porteur*), estabelecendo esta lei que, a partir dessa data, apenas podiam ser emitidos valores mobiliários nominativos ou desmaterializados e que passava, em regra, a ser proibida a transmissão por entrega de valores mobiliários (titulados) ao portador (incluindo os emitidos no estrangeiro, sujeitos a direito estrangeiro ou emitidos por entidade estrangeira), em território belga.

Esta lei previu igualmente a conversão automática em escriturais de determinadas categorias de valores mobiliários titulados ao portador em 1 de janeiro de 2008 (ou a partir dessa data, com o seu registo em conta) e obrigou à conversão, até 31 de dezembro de 2013, em nominativos ou escriturais, dos restantes valores mobiliários ao portador, sob pena de conversão automática em escriturais ou, caso tal não fosse possível, em nominativos, e registo em nome da sociedade emitente, com a suspensão de todos os direitos inerentes, até ao seu registo em nome dos respetivos titulares. Os valores mobiliários que, em 1 de janeiro de 2015, permanecessem na esfera do emitente ficaram sujeitos a um processo de venda forçada, a ocorrer até 30 de novembro de 2015, prevendo-se o depósito das receitas líquidas dessas vendas na *Caisse des Dépôts et Consignations* e a sua posterior devolução aos respetivos titulares (até 31 de dezembro de 2025 e com uma penalização de 10% por cada ano de atraso na conversão a partir de 1 de janeiro de 2016)²⁵. A violação das disposições desta lei é cominada com coimas até €100.000 e com responsabilidade penal.

No Luxemburgo, a Lei de 28 de julho de 2014²⁶, que entrou em vigor no dia 18 de agosto de 2014, estabelece a obrigação de depósito dos valores mobiliários ao portador (estamos pois, uma vez mais, no campo dos valores mobiliários *titulados*) junto de uma das entidades autorizadas para o efeito (em que se incluem não só as instituições de crédito e profissionais do setor financeiro, mas também, entre outros, advogados, notários, contabilistas certificados e revisores oficiais de contas) designada pelo órgão de administração do emitente no prazo

²⁴ Disponível em http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=fr&la=F&cn=2005121431&table_name=loi.

²⁵ Por lei de 28 de dezembro de 2011 o legislador belga criou um imposto, devido no momento da conversão dos valores mobiliários ao portador, de 1% (e de 2% para as conversões realizadas a partir de 2013) sobre o valor de mercado desses valores mobiliários. No entanto, em 9 de outubro de 2014 este imposto foi julgado contrário à Diretiva 2008/7/CE pelo Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias por ser contrário às regras sobre tributação indireta (o respetivo acórdão está disponível em <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=158430&pageIndex=0&doclang=PT&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=377223>).

²⁶ Disponível em http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Lois_reglements/Legislation/Lois/L_280714_immobilisation_bearer_shares_units.pdf.

de seis meses a contar da entrada em vigor da lei. Esta lei prevê igualmente a proibição da transmissão e a suspensão dos direitos de voto e de participação nas distribuições inerentes aos valores mobiliários ao portador não depositados naquele prazo, bem como a amortização dos que não sejam depositados no prazo de 18 meses a contar da entrada em vigor da lei. Os membros dos órgãos de administração dos emitentes que não cumpram estas regras ficam sujeitos a uma coima que pode ir até aos €125.000.

Na Irlanda, o *Companies Act 2014*²⁷, de 23 de dezembro de 2014, proibiu também (com a exceção das *permissible letters of allotment*) a emissão de novas ações tituladas ao portador (*bearer instruments*) a partir de 1 de junho de 2015, estabelecendo que as ações emitidas ao arrepio desta regra dever-se-ão considerar não emitidas e que o respetivo valor de subscrição dever-se-á considerar como dívida da sociedade ao respetivo subscritor. Nos termos desta lei, foi dado aos emitentes um prazo de 18 meses para converter em nominativas as ações tituladas ao portador existentes, findo o qual, no caso das *public limited companies*, as mesmas se considerariam perdidas a favor do *Minister of Finance*. Este diploma estabeleceu, por outro lado, a proibição de transmissão das ações não convertidas até 21 dias antes do decurso do referido prazo.

No Reino Unido, por sua vez, através das alterações introduzidas ao *Companies Act 2006* pela *Small Business, Enterprise and Employment Act 2015*²⁸, proibiu-se a emissão de novas ações tituladas ao portador (*share warrants to bearer*) a partir de 26 de maio de 2015 (dois meses depois da aprovação da nova lei) e obrigou-se à conversão em nominativas (*registered shares*), no prazo de nove meses a contar dessa data, das ações tituladas ao portador existentes, sob pena de amortização das mesmas. Esta lei ditou ainda a invalidade da transmissão e a suspensão de todos os direitos inerentes às ações não convertidas no prazo de sete meses a contar da sua entrada em vigor. Por outro lado, de acordo com este diploma, a existência de ações tituladas ao portador constitui impedimento para a dissolução voluntária (*voluntary striking off*) do emitente.

Na Holanda foi publicada em 11 de abril de 2017 uma proposta de lei²⁹ que propõe o depósito obrigatório das ações (*tituladas*) ao portador junto de um intermediário financeiro, prevendo a suspensão dos direitos inerentes às mesmas se esse depósito não for efetuado no prazo de um ano a contar da data

²⁷ Disponível em <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2014/act/38/enacted/en/pdf> – *cfr.* as secções 66 e 1019.

²⁸ Disponível em <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2015/26/contents/enacted> – *cfr.* as secções 84 e ss.

²⁹ Disponível em https://www.internetconsultatie.nl/identificatie_aandelen_aan_toonder/details.

de entrada em vigor desta lei, bem como a amortização das ações que não sejam convertidas dentro do prazo que venha a ser estabelecido para o efeito.

4. O caso português: as medidas legislativas que consagraram o fim dos valores mobiliários ao portador

4.1. O quadro normativo

No contexto acima referido de combate da utilização do sistema financeiro para a prossecução de fins associados à fraude e evasão fiscal, ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo, foi publicada a Lei 15/2017, que veio concretizar, no nosso ordenamento jurídico, o há muito anunciado fim dos valores mobiliários ao portador³⁰.

Para o efeito, esta lei estabeleceu, por um lado, (i) a proibição de emissão de novos valores mobiliários ao portador a partir de 4 de maio de 2017 (data da sua entrada em vigor – *cf.* o artigo 7.º), alterando quer o CVMob, quer o CSC, e, por outro, (ii) a criação de um regime transitório destinado à conversão, em nominativos, dos valores mobiliários ao portador existentes.

No entanto, e tal como referido antes, a Lei 15/2017 não regulou este processo de conversão (tão-pouco antecipando quem teria o ónus de a promover – titulares, emitentes ou ambos – ou se a mesma ocorreria, nalguma medida, de forma automática, por força da lei), limitando-se, no artigo 3.º, a remeter para a regulamentação do Governo a emitir no prazo de 120 dias a contar da sua entrada em vigor, ou seja, até 4 de setembro de 2017.

Esta regulamentação, porém, apenas foi publicada no dia 25 de setembro de 2017, através do DL 123/2017.

4.2. A (apressada) implementação da Lei 15/2017

Não se vê que a entrada em vigor da Lei 15/2017 dentro de um prazo razoável após a sua publicação trouxesse inconveniente (teria estado, aliás, mais em linha com a experiência dos Estados-Membros que nos precederam na limitação ou proibição de valores mobiliários ao portador). No entanto, não foi essa a opção do nosso legislador, que determinou a entrada em vigor da Lei 15/2017 apenas um dia depois da sua publicação.

³⁰ Esta lei foi publicada mais de um ano depois de ter sido apresentado o primeiro dos dois projetos de lei que estiveram na sua origem.

E se este facto pode, em última análise, considerar-se aceitável quanto à proibição de emissão de novos valores mobiliários ao portador, mais dificilmente se considerará aceitável quanto ao período conferido para a conversão dos valores mobiliários ao portador em circulação. De facto, este período, sendo de apenas seis meses após a entrada em vigor da Lei 15/2017, sempre seria curto, mas revelou-se, na prática, excessivamente curto, na medida em que, com a publicação do DL 123/2017 apenas em 25 de setembro, os emittentes tiveram menos de dois meses (!) para proceder à conversão dos valores mobiliários ao portador que haviam emitido. Teria sido efetivamente mais prudente prever um prazo mais longo para a conversão (por exemplo, de seis meses ou um ano), bem como publicar a Lei 15/2017 juntamente com a respetiva regulamentação, de forma a promover a segurança jurídica e a estabilidade do mercado.

Muito embora a Lei 15/2017 não lhe faça referência expressa (como deveria, nos termos do artigo 67.º, n.º 1, 2.º parágrafo, da Diretiva 2015/849), a mesma transpõe o referido n.º 2 do artigo 10.º da Diretiva 2015/849, a qual tinha de ser colocada em vigor pelos Estados-Membros até ao dia 26 de junho de 2017. Assume-se ter sido este o motivo do “apressamento” na entrada em vigor desta lei.

4.3. *A proibição de emissão de novos valores mobiliários ao portador*

A Lei 15/2017 começa por, no seu artigo 2.º, n.º 1, proibir a emissão de novos valores mobiliários ao portador a partir de 4 de maio de 2017.

A este respeito, é de referir que, muito embora o legislador tenha implementado um regime de proibição absoluta de emissão de valores mobiliários ao portador – sem admitir exceções e sem se contentar com medidas mitigadas como a limitação deste regime aos valores mobiliários ao portador representados sob a forma titulada ou o depósito obrigatório destes junto de intermediário financeiro – não foi, e, a nosso ver, bem, tão longe como proposto num dos dois projetos de lei que deram origem à Lei 15/2017, que previa, também, o fim dos valores mobiliários titulados, com a obrigatoriedade de representação escritural³¹. Esta medida teria tido um impacto muitíssimo grave – e, em muitos casos, insustentável – nas sociedades anónimas que compõem o tecido empresarial português, na sua maioria, pequenas e médias empresas.

³¹ Esta obrigatoriedade está consagrada no artigo 10.º do regime jurídico do papel comercial, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 69/2004, de 25 de março.

4.4. *As alterações ao CVMob e ao CSC*³²

4.4.1. *Normas alteradas*

A par da proibição de emissão de novos valores mobiliários ao portador, a Lei 15/2017 veio alterar algumas das disposições do CVMob e do CSC que previam a existência, respetivamente, de valores mobiliários e de ações ao portador. Em particular, esta lei alterou os artigos 52.º do CVMob e 299.º do CSC nos seguintes termos:

REDAÇÃO ANTERIOR

Artigo 52.º

Valores mobiliários nominativos e ao portador

1. Os valores mobiliários são nominativos ou ao portador, conforme o emitente tenha ou não a faculdade de conhecer a todo o tempo a identidade dos titulares.

2. Na falta de cláusula estatutária ou de decisão do emitente, os valores mobiliários consideram-se nominativos.

Artigo 299.º

Ações nominativas e ao portador

1. Salvo disposição diferente da lei ou dos estatutos, as ações podem ser nominativas ou ao portador.

2. As ações devem ser nominativas:

a) Enquanto não estiverem integralmente liberadas;

b) Quando, segundo o contrato de sociedade, não puderem ser transmitidas sem o consentimento da sociedade ou houver alguma outra restrição à sua transmissibilidade;

c) Quando se tratar de ações cujo titular esteja obrigado, segundo o contrato de sociedade, a efectuar prestações acessórias à sociedade.

REDAÇÃO ATUAL

Artigo 52.º

Valores mobiliários nominativos

Os valores mobiliários são nominativos, não sendo permitida a emissão de valores mobiliários ao portador.

Artigo 299.º

Ações nominativas

As ações são nominativas, não sendo permitidas ações ao portador.

³² A análise crítica da Lei 15/2017 aqui incluída reflete as opiniões manifestadas antes da publicação do DL 123/2017 – Cfr. *Considerações preliminares sobre o fim dos valores mobiliários ao portador – análise e dúvidas decorrentes da Lei n.º 15/2017, de 3 de maio, in Actualidad Jurídica Uría Menéndez n.º 47/2017.*

Duas notas quanto a estas alterações.

Em primeiro lugar, é de assinalar a diferença nas novas redações destes dois preceitos. De facto, o atual artigo 52.º do CVMob dispõe que “*não [é] permitida a emissão de valores mobiliários ao portador*”, enquanto o novo artigo 299.º do CSC estabelece que “*não [são] permitidas ações ao portador*” em si mesmas. E se a redação do artigo 52.º do CVMob está em linha com a Lei 15/2017, que proíbe, no n.º 1 do artigo 1.º, precisamente a *emissão* de novos valores mobiliários ao portador, o mesmo não sucede com o artigo 299.º do CSC: afinal, o que quer dizer que *não são permitidos* valores mobiliários ao portador? Enfermarão de alguma invalidade? Se sim, qual? Não parece que assim seja, sendo de concluir que os valores mobiliários ao portador que tenham sobrevivido ao período de conversão legal, ações ou outros, serão – apenas – cominados com as consequências previstas na Lei 15/2017 e no DL 123/2017, não passando, eles mesmos, a padecer de uma qualquer invalidade.

Por um lado, porque não se vislumbra qualquer razão para, com esta diferente redação, se dever atribuir um efeito também distinto ao caso específico das ações ao portador não convertidas em nominativas face aos demais valores mobiliários não convertidos. Por outro lado, porque é essa a solução a que conduz uma interpretação do artigo 299.º do CSC conforme à referida disposição da Lei 15/2017. Trata-se, em todo o caso, de uma inconsistência que se poderia ter evitado.

Em segundo lugar, é de notar que com a alteração do artigo 52.º do CVMob este código deixou de fornecer uma definição de valores mobiliários nominativos, a qual é usada (por remissão implícita) de forma transversal em muitos outros diplomas. Naturalmente que tal definição continua disponível na versão do CVMob anterior à decorrente da Lei 15/2017, devendo interpretar-se o atual artigo 52.º do CVMob de forma integrada com o seu equivalente naquela versão, mas teria sido melhor técnica manter a definição neste diploma, conforme alterado.

4.4.2. Normas revogadas

Por outro lado, o artigo 6.º da Lei 15/2017 veio revogar disposições do CVMob e do CSC que se referiam a valores mobiliários e a ações ao portador, nomeadamente: (a) os artigos 53.º e 54.º do CVMob, que regulavam a conversão dos valores mobiliários ao portador em valores mobiliários nominativos e vice-versa; (b) o artigo 101.º do CVMob, que regulava a transmissão de valores mobiliários titulados ao portador, dispondo que a mesma operava pela entrega do título (*traditio*) ao adquirente ou ao depositário por si indicado ou, no caso

de títulos que já se encontrassem depositados junto do intermediário financeiro indicado pelo adquirente, por registo na conta deste; (c) o n.º 1 do artigo 104.º do CVMob, que estabelecia a forma de exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários titulados ao portador, estipulando que tal exercício dependia da posse do título ou de certificado passado pelo depositário; e (d) o artigo 448.º do CSC, que previa determinadas obrigações de publicidade relativas às ações ao portador, a cargo quer dos respetivos acionistas, quer do órgão de administração das sociedades emitentes.

A revogação destas normas do CVMob suscitou vários problemas de interpretação e aplicação.

Em primeiro lugar, ao revogar, com efeitos a partir de 4 de maio de 2017, os artigos 53.º e 54.º do CVMob, o legislador deixou emitentes e titulares de valores mobiliários sem qualquer base legal, até à entrada em vigor da regulamentação sobre este tema (ou seja, até 26 de setembro de 2017, data em que entrou em vigor o DL 123/2017), para proceder à sua conversão.

E se a inexistência dessa base legal para a conversão de valores mobiliários nominativos em valores mobiliários ao portador poderá ter feito algum sentido – estava em linha com a proibição de emissão de novos valores mobiliários ao portador, prevista no artigo 2.º, n.º 1, da Lei 15/2017, e vigente logo a partir de 4 de maio de 2017 (muito embora melhor tivesse sido proibir expressamente a conversão de valores mobiliários nominativos em valores mobiliários ao portador a partir da entrada em vigor da Lei 15/2017) –, o mesmo não aconteceu relativamente à conversão de valores mobiliários ao portador em nominativos.

A este propósito, colocou-se, pois, a questão de saber se emitentes e titulares de valores mobiliários ao portador ficaram impedidos de, entre a data de entrada em vigor da Lei 15/2017 e a data de entrada em vigor do DL 123/2017, converter esses valores mobiliários em valores mobiliários nominativos, uma vez que, simplesmente, deixou de existir uma norma que regulasse o procedimento aplicável a uma tal operação de conversão naquele período.

Pareceu descabido dar uma resposta afirmativa a esta questão, desde logo, porque significaria que a Lei 15/2017 estaria a impedir a prossecução das suas próprias finalidades (!).

Por outro lado, atendendo a que a Lei 15/2017 não proibiu de forma expressa a conversão de valores mobiliários ao portador em nominativos ou vice-versa a partir da sua entrada em vigor, sempre se poderia entender que, com base no princípio da autonomia privada³³ e na máxima de que é permitido tudo o que não for proibido, se poderia proceder a essa conversão.

³³ A autonomia privada pode definir-se como o “*poder reconhecido aos particulares de auto-*

Não indo tão longe, poder-se-ia, ao abrigo de uma interpretação restritiva³⁴ do artigo 6.º da Lei 15/2017 quanto à revogação dos artigos 53.º e 54.º do CVMob, interpretar que tal revogação apenas dizia respeito à conversão de valores mobiliários nominativos em valores mobiliários ao portador, por ser esta a solução mais consentânea com a *ratio* do diploma.

Em segundo lugar, a revogação do artigo 101.º do CVMob, que regulava a transmissão dos valores mobiliários titulados ao portador, teve também como consequência que, a partir da entrada em vigor da Lei 15/2017, tenha deixado de existir base legal para a transmissão desses valores mobiliários.

Por conseguinte, levantou-se aqui uma questão: muito embora, por força do artigo 2.º, n.º 2, alínea *a*), da Lei 15/2017, a proibição de transmissão de valores mobiliários ao portador entrasse em vigor apenas no dia 5 de novembro de 2017 (isto é, depois de decorrido o prazo de seis meses aí previsto), deveria a revogação do artigo 101.º do CVMob interpretar-se como significando que as transmissões de valores mobiliários titulados ao portador foram imediatamente vedadas, por ter deixado de existir regulamentação jurídica aplicável?

Em terceiro lugar, a revogação do n.º 1 do artigo 104.º do CVMob, que regulava o exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários titulados ao portador, deixou igualmente e de imediato emitentes, titulares de valores mobiliários e os demais operadores do mercado sem regulamentação para esse exercício.

Surgiu também, por isso, uma dúvida: dever-se-ia considerar que os titulares de valores mobiliários titulados ao portador ficaram impedidos de exercer (todos (!)) os seus direitos logo com a entrada em vigor da Lei 15/2017, quando esta lei prevê que essa consequência entraria (parcialmente) em vigor apenas depois do decurso do período previsto para a conversão?

Não pareceu acertado responder afirmativamente a qualquer destas questões.

Desde logo, à luz da redação da própria Lei 15/2017: se o legislador tivesse pretendido proibir, a partir da entrada em vigor desta lei, a transmissão e o exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários titulados ao portador, tê-lo-ia feito de forma expressa. No entanto, não foi esse o caso, dispondo a Lei 15/2017 que tais consequências apenas se concretizariam uma vez decorridos seis meses após a sua entrada em vigor.

-regulamentação dos seus interesses, de autogoverno da sua esfera jurídica” – cfr. Carlos Alberto DA MOTA PINTO, Teoria Geral do Direito Civil, 3.ª edição atualizada, Coimbra Editora, 1999, pág. 89.

³⁴ Significando “*uma redução do alcance da letra para a adequar ao espírito*” – cfr. Fernando José BRONZE, *Lições de Introdução ao Direito*, Coimbra Editora, 2002, pág. 848.

Por outro lado, uma resposta afirmativa requereria uma justificação para, durante o período transitório previsto na Lei 15/2017, dar um tratamento distinto aos valores mobiliários ao portador consoante a sua forma de representação – que legitimasse, portanto, a aplicação de consequências imediatas aos valores mobiliários titulados (por força da revogação dos artigos 101.º e 104.º, n.º 1, do CVMob) e a aplicação diferida de consequências aos valores mobiliários escriturais. E muito embora se pudessem tentar encontrar bases para um tal tratamento diferenciado (radicadas porventura na referida tese de que os valores mobiliários escriturais não podem ser verdadeiramente *ao portador*), a verdade é que a Lei 15/2017 não confere suporte para o fazer.

Por outro lado ainda, interpretar a revogação pela Lei 15/2017 daquelas normas como tendo estabelecido, com efeitos imediatos, uma proibição de transmissão e de exercício de direitos inerentes aos valores mobiliários titulados ao portador significaria, quanto a esta última, ir mais além do que a própria Lei 15/2017: em primeiro lugar, porque, como vimos, esta lei não estabeleceu uma proibição de tal exercício a partir de 5 de novembro de 2017, mas apenas a sua *suspensão*; em segundo lugar, porque tal interpretação conduziria à impossibilidade de exercício de todo e qualquer direito inerente a valores mobiliários titulados ao portador, quando a Lei 15/2017 apenas suspende o direito a participar em *distribuições de resultados*. Em suma, se a entrada em vigor das consequências previstas no artigo 2.º, n.º 2, da Lei 15/2017 (após o referido período transitório) apenas ditou a suspensão do direito a participar nas referidas distribuições, por um argumento de maioria de razão, não se deveria interpretar que a mesma tivesse tido como efeito, de forma imediata, a *proibição* do exercício de *todos os direitos* inerentes àqueles valores mobiliários.

Por conseguinte, pareceu-nos que o artigo 6.º da Lei 15/2017, requereu, à luz das suas próprias finalidades, quanto à revogação dos artigos 101.º e 104.º, n.º 1, do CVMob, senão uma interpretação restritiva, pelo menos, a suspensão dos seus efeitos até ao dia 4 de novembro de 2017, de forma a não ter efeitos desproporcionados e que extravasavam essas mesmas finalidades, tendo-se concluído, assim, que se deveria considerar que tal revogação apenas entraria em vigor depois do período transitório previsto no artigo 2.º, n.º 2, da Lei 15/2017.

A solução mais adequada teria sido, porém, que a Lei 15/2017 tivesse expressamente previsto que a revogação destas normas operaria apenas após o decurso daquele período transitório.

O DL 123/2017 veio admitir esta “zona cinzenta” criada pela Lei 15/2017, tendo, no seu artigo 9.º, ripristinado os artigos 100.º e 104.º, n.º 1, do CVMob para vigorarem até ao dia 4 de novembro de 2017, admitindo, desta forma, a opção pouco refletida do legislador naquele primeiro diploma.

4.5. *A obrigação de conversão em nominativos dos valores mobiliários ao portador em circulação*

O artigo 2.º, n.º 2, da Lei 15/2017 estabeleceu, por seu lado, a obrigação de conversão em nominativos, no prazo de seis meses após a entrada em vigor desta lei, dos valores mobiliários ao portador em circulação.

Tal como referido, o procedimento aplicável a esta conversão está previsto no DL 123/2017, sendo analisado de seguida.

4.6. *O procedimento de conversão de valores mobiliários ao portador*

O artigo 2.º, n.º 1, do DL 123/2017 veio estabelecer que cabia aos emitentes promover o processo de conversão em nominativos dos valores mobiliários ao portador por si emitidos e praticar os demais atos necessários para essa conversão durante o período de seis meses a contar da data de entrada em vigor da Lei 15/2017, ou seja, até ao dia 4 de novembro de 2017 (“Período Transitório”).

Contudo, e como se verá, este diploma impôs também determinadas obrigações (e, nalguns casos, mesmo o dever de proceder à conversão automática dos valores mobiliários ao portador sob a sua responsabilidade) às entidades registadoras, às entidades gestoras de sistemas centralizados, às entidades gestoras de mercados regulamentados e de sistemas de negociação multilateral e aos intermediários financeiros depositários de valores mobiliários titulados ao portador.

Já aos titulares dos valores mobiliários ao portador apenas impôs a obrigação de apresentar ou fazer apresentar os respetivos títulos ao emitente ou ao intermediário financeiro por este indicado.

4.6.1. *Deliberação adotada pelos órgãos sociais do emitente*

Nos termos do n.º 2 do artigo 2.º do DL 123/2017, a conversão de valores mobiliários ao portador deveria iniciar-se com uma deliberação dos órgãos sociais do emitente.

Esta deliberação serviria para aprovar, pelo menos, a conversão propriamente dita dos valores mobiliários ao portador emitidos pelo emitente e, quando aplicável, as consequentes alterações aos estatutos³⁵ e aos demais docu-

³⁵ Nos termos da alínea *d*) do artigo 272.º do CSC, com a redação que lhe foi dada pela Lei 15/2017, “Do contrato de sociedade devem especialmente constar (...) a natureza nominativa das ações”.

mentos relativos às condições de emissão desses valores mobiliários necessárias para a conversão.

Esta norma permite expressamente a deliberação daquelas alterações pelo órgão de administração do emitente, *i.e.*, sem necessidade de aprovação em assembleia geral (sem que, no entanto, se excluísse a possibilidade de ser este o órgão deliberativo).

4.6.2. Anúncio

Uma vez adotada a referida deliberação, os emitentes de valores mobiliários ao portador teriam de, durante o Período Transitório, publicar um anúncio informando os titulares desses valores mobiliários acerca do processo de conversão dos mesmos em valores mobiliários nominativos.

Nos termos do artigo 3.º do DL 123/2017, este anúncio deveria conter, designadamente:

- (i) A identificação dos valores mobiliários em causa (em particular, através da indicação do respetivo tipo, quantidade, categoria, forma de representação, valor nominal unitário ou valor de emissão e, se aplicável, mercados em que estavam admitidos à negociação e código ISIN (*International Standard Identification Number*));
- (ii) A fonte normativa em que assentou a referida deliberação social (ou seja, a Lei 15/2017 e o DL 123/2017);
- (iii) A data em que foram deliberadas as alterações aos estatutos e demais documentos relativos à conversão dos valores mobiliários ao portador em nominativos e o respetivo órgão social deliberativo (se aplicável);
- (iv) A data prevista para a apresentação do pedido de inscrição das alterações aos estatutos e aos demais atos sujeitos a registo comercial (se aplicável);
- (v) As consequências aplicáveis em caso de não conversão dos valores mobiliários ao portador até ao fim do Período Transitório (as quais se encontram previstas no n.º 2 do artigo 2.º da Lei n.º 15/2017 e nos n.ºs 1 e 2 do artigo 7.º do DL 123/2017);

Daqui decorre que tanto os estatutos que previam a representação do capital social por ações *ao portador* como os que previam essa representação por ações nominativas *ou ao portador* (redação bastante frequente na prática societária) deveriam ter sido alterados. Já se os valores mobiliários a converter em nominativos fossem de outro tipo que não ações, o mais provável terá sido que não se tivessem de alterar os estatutos, que geralmente não limita(va)m a modalidade de valores mobiliários que o emitente podia emitir.

- (vi) Tratando-se de *valores mobiliários titulados ao portador não integrados em sistema centralizado*, a indicação de que os títulos deveriam ser apresentados ao emitente ou ao intermediário financeiro por este indicado (a) pelos titulares ou mediante instruções e por conta destes, (b) pelas entidades depositárias ou (c) pelas entidades que tivessem os títulos em sua posse (nomeadamente, os beneficiários de garantias) até 31 de outubro de 2017, para efeitos de atualização ou substituição dos títulos³⁶;
- (vii) Tratando-se de *valores mobiliários ao portador integrados em sistema centralizado*, a indicação da data prevista para a conversão ocorrer nesse sistema.

Para garantir a publicidade desta informação, o DL 123/2017 impôs a publicação deste anúncio (i) no sítio da Internet do emitente, se existisse, (ii) no Portal do Ministério da Justiça, em Publicações *on-line* de Atos Societários³⁷ e, (iii) no caso de emitentes de *valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral ou emitentes com o capital aberto ao investimento do público*, no Sistema de Difusão de Informação da CMVM³⁸.

4.6.3. Dever dos intermediários financeiros

Em paralelo, incumbia aos intermediários financeiros depositários de *valores mobiliários titulados ao portador não integrados em sistema centralizado* comunicar a cada cliente, em suporte duradouro³⁹, a necessidade de os respetivos títulos serem apresentados junto dos emitentes para serem convertidos, bem como as consequências legais da não conversão. A cargo destes intermediários financeiros estava, pois, e exceto se de outra forma acordado com os titulares, um

³⁶ A atualização de títulos representativos de valores mobiliários ao portador para efeitos da conversão destes em nominativos processa-se, nos termos do disposto nas alíneas a) e c) do n.º 1 do artigo 97.º do CVMob, por inclusão, no respetivo texto, dos respetivos números de ordem e identificação dos titulares.

³⁷ Disponível no endereço <https://publicacoes.mj.pt/>.

³⁸ Disponível no endereço http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/info_priv.cfm.

³⁹ O Decreto-Lei n.º 227/2012, de 25 de outubro, que estabelece, em particular, os princípios e regras a observar pelas instituições de crédito no acompanhamento e gestão de situações de risco de incumprimento, fornece a seguinte definição de suporte duradouro: “qualquer instrumento que permita armazenar informações durante um período de tempo adequado aos fins a que as informações se destinam e que possibilite a reprodução integral e inalterada das informações armazenadas.” Incluem-se, assim, neste conceito, designadamente, as comunicações escritas enviadas por correio e por correio eletrónico.

mero dever de informação, não lhes cabendo o dever de entrega dos títulos ao emitente ou ao intermediário financeiro por este indicado.

4.6.4. Modos de concretização da conversão

Os artigos 4.º, 5.º e 7.º do DL 123/2017 estabelecem, por sua vez, os modos de concretização da conversão dos valores mobiliários ao portador.

A) Durante o Período Transitório, por iniciativa e a expensas do emitente

Esta conversão poderia, por um lado, operar durante o Período Transitório, por iniciativa e a expensas do emitente (*cf.* o artigo 4.º), na sequência da deliberação social e publicações referidas anteriormente, caso que terá ocorrido:

- (i) No caso de *valores mobiliários escriturais ao portador*, através de anotação nas respetivas contas de registo individualizado;
- (ii) No caso de *valores mobiliários titulados ao portador integrados em sistema centralizado*⁴⁰ ou de *valores mobiliários titulados ao portador depositados em intermediário financeiro e cuja emissão ou série seja representada por um só título*, através da substituição dos títulos ou alteração das menções deles constantes e anotação nas respetivas contas de registo individualizado; e
- (iii) Nos demais casos de *valores mobiliários titulados ao portador*, por substituição dos títulos ou alteração das menções deles constantes.

Tratando-se de valores mobiliários ao portador *titulados* e sempre que a conversão operasse pela substituição dos títulos (e não pela alteração das respetivas menções), o emitente ou, se tais valores mobiliários estivessem integrados

⁴⁰ Muito embora a alínea *a)* do n.º 1 do artigo 4.º do DL 123/2017 preveja que a conversão destes valores mobiliários opera apenas por anotação na conta de registo individualizado, prevendo a cumulação deste ato com a substituição ou alteração dos títulos apenas no caso dos valores mobiliários titulados ao portador depositados em intermediário financeiro cuja emissão ou série seja representada por um só título (*cf.* o n.º 4 da mesma norma), parece que este segundo formalismo se deveria aplicar também aos valores mobiliários titulados integrados em sistema centralizado, entendimento para que aponta também o n.º 2 do artigo 4.º. De facto, muito embora se aplique a estes valores mobiliários, como mencionado, o regime dos valores mobiliários escriturais integrados em sistema centralizado, os respetivos títulos continuam a existir, sendo objeto, no caso de integração na Interbolsa, de imobilização (*cf.* os artigos 16.º, n.º 1, 23.º e 24.º do Regulamento da Interbolsa n.º 2/2016).

em sistema centralizado, a entidade gestora desse sistema, deveria promover a inutilização ou destruição dos títulos antigos.

À entidade gestora de sistema centralizado cabia ainda estabelecer e divulgar os procedimentos de conversão a adotar relativamente aos valores mobiliários integrados nesse sistema centralizado – *cf.* a Instrução da Interbolsa n.º 1/2017⁴¹.

B) Durante o Período Transitório, por entidade gestora de sistema centralizado ou por intermediário financeiro

Por seu lado, o artigo 5.º do DL 123/2017 determina que, caso não tivessem sido convertidos em nominativos por iniciativa do emitente nos termos referidos acima:

- (i) Os valores mobiliários ao portador integrados em sistema centralizado⁴² fossem convertidos pela entidade gestora do sistema centralizado no último dia do Período Transitório, nos termos a definir pela entidade gestora⁴³,

⁴¹ Nos termos desta Instrução, após a deliberação social prevista no n.º 2 do artigo 2.º do DL 123/2017, os emitentes enviariam a documentação relevante à Interbolsa (incluindo cópia da respetiva ata, cópia do anúncio previsto no artigo 3.º do DL 123/2017 e, se aplicável, comprovativo de inscrição no registo comercial dos atos relativos ou associados à conversão), que procederia, na data acordada com o emitente, à alteração dos seus registos e do código CFI (*Classification of Financial Instruments*), notificando de seguida o emitente, os participantes com valores em conta e, se aplicável, a Euronext Lisbon do resultado da operação de conversão e publicando anúncio no seu sítio da Internet sobre a operação de conversão realizada.

⁴² Não se distinguem aqui os valores mobiliários quanto à sua forma de representação na medida em que, tal como referido acima, o artigo 105.º do CVMob manda aplicar aos valores mobiliários *titulados* integrados em sistema centralizado o disposto para os valores mobiliários *escriturais* integrados em sistema centralizado.

⁴³ *Cfr.* o ponto 6. da referida Instrução n.º 1/2017 da Interbolsa. Nos termos desta Instrução, tratou-se aqui de uma conversão automática, após a qual coube à Interbolsa (i) publicar um anúncio no seu sítio da Internet com informação sobre todas as emissões por ela abrangidas, (ii) avisar os emitentes, os participantes com valores em conta e, se aplicável, a Euronext Lisbon, dessa conversão automática, (iii) remeter aos emitentes a declaração referida no n.º 3 do artigo 6.º do DL 123/2017 e solicitar-lhes o envio das versões atualizadas dos estatutos e documentos relativos às condições de emissão dos valores mobiliários convertidos e o respetivo comprovativo de inscrição do registo comercial e (iv) informar a CMVM sobre a referida conversão automática e enviar-lhe mensalmente informação atualizada sobre os elementos recebidos dos emitentes. Nestes casos permitiu-se, pois, que ocorresse primeiro a conversão pela Interbolsa e só depois a deliberação de alteração de estatutos e outros documentos e a promoção dos correspondentes atos de registo comercial – fora dos casos de conversão automática, pelo contrário, e como referido acima, a Interbolsa só terá procedido à conversão depois de receber a documentação que comprovasse o prévio cumprimento destes formalismos.

- cabendo à entidade gestora de sistema centralizado e à entidade gestora de mercado regulamentado ou de sistema de negociação multilateral, uma vez findo o Período Transitório, divulgar informação sobre os valores mobiliários assim convertidos; e
- (ii) Os valores mobiliários escriturais ao portador registados num único intermediário financeiro⁴⁴ fossem convertidos por esse intermediário financeiro também no último dia do Período Transitório, cabendo ao intermediário financeiro informar o emitente da conversão.

De fora desta conversão automática, ficaram, assim, os valores mobiliários ao portador titulados não depositados e os titulados depositados em intermediário financeiro⁴⁵⁻⁴⁶.

⁴⁴ Nos termos do artigo 61.º do CVMob, “O registo individualizado de valores mobiliários escriturais consta de: a) Conta aberta junto de intermediário financeiro, integrada em sistema centralizado; ou b) Conta aberta junto de um único intermediário financeiro indicado pelo emitente; ou c) Conta aberta junto do emitente ou de intermediário financeiro que o representa.”. Por sua vez, por força da alínea a) do n.º 1 do artigo 63.º do CVMob (revogada pela Lei 15/2017), os valores mobiliários escriturais ao portador eram obrigatoriamente registados num único intermediário financeiro quando não estivessem integrados em sistema centralizado, excluindo-se, assim, a possibilidade de registo no emitente prevista na alínea c) do artigo 61.º do CVMob.

⁴⁵ Nos termos dos n.ºs 1 e 2 do artigo 99.º do CVMob, o depósito de valores mobiliários titulados efetua-se (a) em intermediário financeiro autorizado, por iniciativa do seu titular ou quando a lei o imponha; ou (b) em sistema centralizado, nos casos em que a lei o imponha ou por iniciativa do emitente, sendo os mesmos obrigatoriamente depositados em sistema centralizado quando estejam admitidos à negociação em mercado regulamentado e em intermediário financeiro ou em sistema centralizado quando toda a emissão ou série seja representada por um só título (o chamado título global ou “megatítulo”).

⁴⁶ Tendo em conta o disposto no n.º 5 do artigo 99.º do CVMob, nos termos do qual aos valores mobiliários titulados obrigatoriamente depositados em intermediário financeiro por toda a emissão ou série ser representada por um só título se aplica, quando não estejam integrados em sistema centralizado, o regime dos valores mobiliários escriturais registados num único intermediário financeiro, poder-se-ia considerar que a conversão automática destes últimos por intermediário financeiro prevista no n.º 3 do artigo 5.º do DL 123/2017 abrangeria igualmente aqueles valores mobiliários titulados. No entanto, dada a letra desta norma, que apenas menciona os referidos valores mobiliários escriturais, não parece ter sido essa a intenção do legislador. Por outro lado, não se tratando de um dever claramente decorrente da lei, o mais provável é que os intermediários financeiros tenham também adotado esta interpretação literal. De acordo com este entendimento, terão, assim, ficado fora do âmbito da conversão automática em nominativos todos os valores mobiliários titulados depositados em intermediário financeiro – seja nos casos de depósito obrigatório, seja nos casos de depósito por iniciativa do titular.

C) Depois do Período Transitório

Com o regime descrito acima ter-se-á assegurado a conversão em nominativos de todos os *valores mobiliários escriturais ao portador (integrados em sistema centralizado ou registados num único intermediário financeiro)* e dos *valores mobiliários titulados ao portador integrados em sistema centralizado*, na medida em que, nestes casos, a conversão terá ocorrido no último dia do Período Transitório através da intervenção da entidade gestora de sistema centralizado e dos intermediários financeiros.

Quanto aos demais valores mobiliários ao portador não convertidos em nominativos durante o Período Transitório por iniciativa do emitente (tal como referido acima, *titulados não depositados e titulados depositados em intermediário financeiro*), o n.º 1 do artigo 7.º do DL 123/2017 estipula que os respetivos títulos devem ser apresentados junto do emitente para efeitos da sua conversão (através de substituição ou alteração das suas menções)⁴⁷.

4.6.5. Atualização de registos

Na sequência da conversão – automática ou não – de valores mobiliários ao portador em nominativos, nos termos acima referidos, o DL 123/2017 estabelece o dever, a cargo dos emitentes, de requerer, sempre que necessário, o registo comercial, designadamente, das alterações aos seus estatutos e aos demais documentos sujeitos a registo comercial necessários para a conversão.

A este respeito, o n.º 3 do artigo 6.º esclarece que para requerer o registo comercial destes factos constituem título suficiente a deliberação do emitente e a versão atualizada dos estatutos e dos demais documentos relativos à conversão dos valores mobiliários ao portador em nominativos sujeitos a registo comercial ou, no caso de conversão automática realizada no último dia do Período Transitório, uma declaração emitida pela entidade gestora de sistema centralizado ou pelo intermediário financeiro que a realizou.

⁴⁷ O n.º 1 do artigo 7.º não remete, porém, para o regime previsto nos artigos 2.º e 3.º, pelo que, pelo menos à primeira vista, a possibilidade de deliberação pelo órgão de administração e a obrigatoriedade de publicação de anúncio apenas seriam aplicáveis durante o Período Transitório. No entanto, não prevendo o DL 123/2017 um procedimento específico a observar uma vez findo este período, nada parece obstar (parecendo, pelo contrário, aconselhável, desde logo, por razões de segurança jurídica) a que os emitentes sigam aqueles formalismos, com as necessárias adaptações.

Paralelamente, o DL 123/2017 estabelece o dever de a entidade gestora de sistema centralizado, as entidades registadoras e os emitentes atualizarem os respetivos registos dos valores mobiliários convertidos⁴⁸.

Por outro lado, por força dos n.ºs 4 e 5 do artigo 6.º, respetivamente, deve ainda constar do registo comercial a “*menção da pendência do processo de conversão*” nos casos em que a mesma esteja em curso por iniciativa do emitente e os emitentes devem promover o registo comercial do encerramento do processo de conversão caso tenha ficado a constar do mesmo a respetiva pendência.

A este respeito, note-se ainda que nos termos do artigo 8.º, os atos de registo comercial e as publicações efetuados ao abrigo do DL 123/2017 ficam dispensados do pagamento de emolumentos⁴⁹⁻⁵⁰.

Não obstante a isenção de emolumentos, que é, naturalmente, de louvar, o certo é que o DL 123/2017 veio impor, nos referidos n.ºs 4 e 5 do artigo 6.º, uma multiplicidade de atos de registo comercial, num excesso de burocracia sem utilidade aparente. Parece que, de facto, seria suficiente, quando aplicável, o registo comercial de alteração de estatutos e dos demais documentos relativos à emissão dos valores mobiliários a converter.

4.7. *As consequências do incumprimento da obrigação de conversão*

As consequências do incumprimento da obrigação de conversão dos valores mobiliários ao portador em nominativos dentro do Período Transitório

⁴⁸ Poder-se-á colocar a questão de saber se, nos casos em que os valores mobiliários a converter tenham sido dados em garantia e não tenha sido liquidado imposto do selo aquando da constituição dessa garantia por não estarem verificados os requisitos de incidência territorial aplicáveis, deve esse imposto ser liquidado por força da apresentação dos títulos ao emitente e/ou pela atualização dos registos feita pelo emitente no contexto da conversão (uma vez que, passando os valores mobiliários a ser nominativos, passam a ter de estar igualmente inscritos os ónus sobre os mesmos, nos termos do artigo 103.º do CVMob). Esta questão requer uma análise caso-a-caso, havendo no entanto argumentos relevantes para, nalguns casos, defender que tal imposto não será devido.

⁴⁹ Incluir-se-ão aqui os atos de registo comercial e as publicações efetuados durante o Período Transitório, bem como os atos de registo comercial instruídos com a declaração emitida pela entidade gestora de sistema centralizado ou pelo intermediário financeiro responsável pela conversão automática. O DL 123/2017 não prevê, contudo, nenhum prazo para a apresentação dos pedidos de registo comercial pelos emitentes neste caso de conversão automática, pelo que, pelo menos literalmente, a isenção de emolumentos deveria vigorar *ad aeternum*.

⁵⁰ Da mesma forma, a referida Instrução n.º 1/2017 da Interbolsa determina a isenção de comissões nas operações de conversão de valores mobiliários ao portador em nominativos realizadas durante ou no final do Período Transitório nos termos do DL 123/2017, bem como nas operações de conversão de valores mobiliários titulados em escriturais deliberadas durante o Período Transitório.

encontram-se previstas no n.º 2 do artigo 2.º da Lei 15/2017 e nos n.ºs 1 e 2 do artigo 7.º do DL 123/2017.

À luz do acima referido, estas consequências aplicar-se-ão apenas aos valores mobiliários ao portador que, não tendo sido convertidos em nominativos por iniciativa do emitente durante o Período Transitório, tão-pouco tenham sido objeto de conversão automática nos termos estabelecidos no DL 123/2017 (estando, pois, apenas em causa os *valores mobiliários ao portador titulados não depositados* ou *depositados junto de intermediário financeiro* não convertidos em nominativos durante o Período Transitório⁵¹).

Vejamos.

4.7.1. *A proibição da transmissão de valores mobiliários ao portador*

Nos termos da alínea *a*) do n.º 2 do artigo 2.º da Lei 15/2017, é proibida a transmissão dos valores mobiliários ao portador não convertidos em nominativos durante o Período Transitório.

Esta proibição de transmissão consubstancia uma norma imperativa, com o que qualquer transmissão de valores mobiliários ao portador realizada depois do fim do Período Transitório será nula, com as consequências decorrentes das regras gerais do Código Civil, designadamente, a invocação a todo o tempo e por qualquer interessado, a possibilidade de declaração oficiosa por tribunal e os efeitos retroativos da respetiva declaração, com a obrigação de restituição das prestações realizadas ou do valor correspondente⁵².

Proibindo a transmissão de valores mobiliários ao portador uma vez decorrido o Período Transitório, a Lei 15/2017 não impedirá, porém, a celebração de contratos-promessa ou de contratos sujeitos a condição suspensiva ou condição precedente (*condition precedent*, na gíria anglo-saxónica) visando a transmissão dos mesmos, sempre e quando o contrato definitivo ou a concretização dessa transmissão só ocorram depois da conversão em nominativos dos valores mobiliários em causa.

⁵¹ E de entre estes, apenas aqueles que, em cada momento após o Período Transitório, não tenham ainda sido convertidos em valores mobiliários nominativos. Tal vale por dizer que o emitente deverá ir convertendo os valores mobiliários ao portador por si emitidos à medida que for recebendo os respetivos títulos dos titulares.

⁵² *Cfr.* os artigos 286.º, 289.º e 290.º do Código Civil.

4.7.2. A suspensão do direito a participar em distribuições de resultados

A alínea b) do n.º 2 do artigo 2.º da Lei 15/2017 estabelece, por sua vez, a suspensão do direito a participar em distribuições de resultados associados a valores mobiliários ao portador não convertidos em nominativos durante o Período Transitório⁵³.

A expressão “suspensão” do direito a participar em distribuições de resultados utilizada na Lei 15/2017 não é, *per se*, inteiramente clara, parecendo significar, relativamente ao período em que se mantivesse o incumprimento da obrigação de conversão, e tal como tivemos oportunidade de defender antes da publicação do DL 123/2017, não uma verdadeira supressão do direito durante o tempo do incumprimento, mas, simplesmente, a impossibilidade de o exercer, traduzida no impedimento de receber os seus frutos (ou seja, as distribuições), os quais deveriam ser recuperáveis uma vez sanado o incumprimento (isto é, uma vez convertidos os valores mobiliários ao portador em nominativos).

A expressão “distribuição de resultados” tão-pouco é totalmente clara. Defendemos antes que a mesma deveria abranger quaisquer distribuições de bens⁵⁴ aos titulares, decorrentes, direta ou indiretamente, dos resultados do emitente, incluindo não só as relativas aos resultados do exercício, mas também distribuições de reservas livres, adiantamentos sobre lucros, etc.

Por outro lado, não era claro se o mesmo entendimento valeria para os juros fixos de obrigações (*cf.* o artigo 360.º, n.º 1, alínea a), do CSC) ou de outros valores mobiliários com remuneração fixa, que, pela sua natureza, não estão dependentes dos lucros ou de qualquer resultado do emitente. Tendo em conta a letra da Lei 15/2017, a remuneração fixa não pareceria caber na proibição. No entanto, atentando na sua *ratio*, concluímos que sim, pelo que o seu pagamento deveria ficar igualmente suspenso.

Isto mesmo veio a ser confirmado pelo DL 123/2017, que dispõe, no n.º 2 do seu artigo 7.º, que o montante correspondente aos “dividendos, juros ou quaisquer outros rendimentos cujo pagamento se encontre suspenso” deverá ser depositado em conta aberta em nome do emitente junto de uma única entidade legalmente habilitada para o efeito, sendo entregue aos titulares dos valores mobiliários uma vez ocorrida a respetiva conversão, confirmando, assim, por um lado, a mera suspensão do pagamento das distribuições, com a recuperabilidade dos

⁵³ Além de afetar diretamente os respetivos titulares, que se veem impedidos de receber as distribuições inerentes aos valores mobiliários em causa, a suspensão do direito a participar em distribuições pode ter um impacto relevante, nomeadamente, nos casos em que os montantes dessas distribuições devam ser alocados, ao abrigo de contratos de financiamento existentes, ao serviço da dívida.

⁵⁴ *Cfr.* o artigo 32.º do CSC.

montantes em causa pelos titulares dos valores mobiliários após a conversão e, por outro, o sentido não literal da expressão “*resultados*”.

Esclarecem ainda os n.ºs 3 e 4 desta norma que caso o montante depositado vença juros, os mesmos revertem para o emitente e que ao saldo da referida conta apenas pode ser deduzido o valor dos custos da respetiva manutenção.

A suspensão do pagamento das distribuições aos titulares dos valores mobiliários ao portador implicará deveres acrescidos para os membros dos órgãos dos emitentes.

Consideremos o caso das ações.

Por um lado, parece caber ao presidente da mesa da assembleia geral, ao presidir a uma assembleia em que se delibere sobre uma distribuição aos acionistas, verificar se existem ações ao portador ainda não convertidas em nominativas (ou, pelo menos, instar a administração a fazê-lo), advertindo, se esta menção não constar da deliberação nem for feita pela administração ou pela fiscalização⁵⁵, que os pagamentos devidos aos seus titulares deverão ficar suspensos⁵⁶.

Por outro lado, os membros do órgão de administração, ao abrigo dos deveres gerais a que estão obrigados⁵⁷, dever-se-ão abster de executar deliberações de distribuição de bens aos acionistas que sejam contrárias a esta regra⁵⁸.

O mesmo raciocínio será de aplicar aos demais valores mobiliários. No caso das obrigações, por exemplo, caberá ao presidente da mesa da assembleia de obrigacionistas e aos membros do órgão de administração zelar pelo cumprimento desta norma, que impedirá o pagamento dos respetivos juros e outros rendimentos a titulares de obrigações ao portador.

⁵⁵ Nos termos do n.º 4 do artigo 379.º do CSC, os membros dos órgãos de administração e fiscalização têm o dever de estar presentes nas assembleias gerais de acionistas.

⁵⁶ O papel do presidente da mesa da assembleia geral não se limita, de facto, ao controlo do procedimento deliberativo, traduzindo-se, de forma geral, na defesa das regras legais e estatutárias aplicáveis durante a preparação e condução da assembleia tendo em conta o interesse societário, devendo, em particular, ser-lhe reconhecido o direito a intervir sobre os assuntos postos a discussão. Neste sentido, *cf.* Pedro MAIA, *O presidente das assembleias de sócios*, in *Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, 2002, pág. 442.

⁵⁷ *Cfr.* o artigo 64.º do CSC.

⁵⁸ Estaria aqui em causa uma deliberação nula, por violação de norma imperativa, nos termos da alínea *d*) do n.º 1 do artigo 56.º do CSC, caso em que, atenta a gravidade da invalidade em causa, não se aplica nem o dever da administração de executar as deliberações dos acionistas (aplicando-se, pelo contrário, o dever de não executar deliberações nulas), nem a imunidade dos administradores perante a sociedade por execução de deliberações dos sócios prevista no artigo 72.º, n.º 5, do CSC, a qual apenas poderá valer (não valerá sempre) para deliberações válidas ou meramente anuláveis. *Cfr.*, a este respeito, Jorge COUTINHO DE ABREU, *Governança das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2010, págs. 57 e ss.

Finalmente, note-se ainda, a respeito desta consequência da não conversão dos valores mobiliários ao portador em nominativos dentro do Período Transitório, que a Lei 15/2017 prevê apenas a suspensão do direito a participar nas distribuições de bens realizadas pelo emitente, não tendo ido tão longe como outros legisladores comunitários, que determinaram também a suspensão dos direitos de voto ou mesmo a suspensão de todos os direitos inerentes aos valores mobiliários ao portador não convertidos.

Mas se foi bem a Lei 15/2017 nesta matéria (desde logo, se se pensar que cercar em maior medida os direitos dos titulares num quadro legislativo que entrou em vigor praticamente sem “pré-aviso” seria, pelo menos, desproporcionado), o n.º 1 do artigo 7.º do DL 123/2017 é, no mínimo, ambíguo, ao estipular que os valores mobiliários ao portador não convertidos em nominativos até ao fim do Período Transitório “*apenas conferem legitimidade para a solicitação do registo a favor dos respetivos titulares*”.

Excluída, por inconsistente com a Lei 15/2017, que este decreto-lei visa regulamentar – e não ultrapassar –, a interpretação de que, afinal, todos os direitos dos titulares destes valores mobiliários, nomeadamente, o direito de voto, seriam de considerar suspensos (à exceção do referido direito de requerer o registo a favor do titular), temos que esta disposição deverá ser lida como querendo significar, apenas, que o único registo de titularidade que é possível requerer relativamente a estes valores mobiliários até à sua conversão em nominativos é o registo a favor do titular, precisamente para efeitos de realizar essa conversão⁵⁹⁻⁶⁰. De resto, não se entenderia que uma consequência de tal gravidade fosse prevista de forma apenas indireta no DL 123/2017 e depois de na Lei 15/2017 se ter previsto coisa diferente.

⁵⁹ No entanto, não parece ser este o entendimento da CMVM, que afirma que os valores mobiliários ao portador não convertidos em nominativos durante o Período Transitório apenas conferem legitimidade para a solicitação do registo a favor dos respetivos titulares “*suspendendo-se quaisquer outros direitos de qualquer natureza*” (!) (cf. *Respostas às perguntas mais frequentes sobre conversão de valores mobiliários ao portador*, pág. 5).

⁶⁰ Note-se ainda, a este respeito, que a Lei 15/2017 não foi, uma vez mais (e bem), tão longe como um dos projetos de lei que estiveram na sua origem, que propunha que os valores mobiliários ao portador não convertidos no prazo de um ano fossem declarados perdidos a favor do Estado – medida que, além de ser de duvidosa constitucionalidade, colocaria sobre o Estado um pesado ónus de gestão dos valores mobiliários assim adquiridos. Não tendo previsto tal medida, a Lei 15/2017 tão-pouco previu qualquer consequência de caráter definitivo para a não conversão (por exemplo, a amortização dos valores mobiliários ao portador não convertidos decorrido um determinado prazo), o que pode dar azo a situações prolongadas de titularidade indefinida.

4.7.3. *O papel dos titulares de valores mobiliários ao portador*

Tal como já mencionado, a conversão automática, no último dia do Período Transitório, por entidade gestora de sistema centralizado ou intermediário financeiro terá garantido a conversão em nominativos de todos os valores mobiliários ao portador escriturais e dos valores mobiliários ao portador titulados integrados em sistema centralizado, deixando de fora apenas os *valores mobiliários ao portador titulados não depositados e titulados depositados em intermediário financeiro* que não tenham sido objeto de conversão por iniciativa do emitente.

Nestes casos, poderão, assim, ter continuado a existir, depois de decorrido o Período Transitório e com as consequências já referidas, valores mobiliários ao portador.

Ora, se é verdade que, nestes casos, não bastará a ação do emitente para concluir a conversão, sendo necessária a intervenção dos respetivos titulares ou do intermediário financeiro em que estão depositados os valores mobiliários, mediante instruções do titular (desde logo, para entregar os respetivos títulos para efeitos da sua substituição ou alteração), é igualmente verdade que esses titulares poderão deparar-se com a situação de, exclusivamente por inércia do emitente, arcarem com as consequências previstas para a falta de conversão – pense-se no cenário de um emitente que não levou a cabo o procedimento previsto no artigo 3.º do DL 123/2017 e que, findo o Período Transitório, não procede à substituição ou alteração dos títulos depois de os mesmos lhe serem entregues por um titular⁶¹.

De forma a tentar minimizar os seus prejuízos, poderiam(ão) os titulares destes valores mobiliários, por sua iniciativa e desde logo, convocar uma assembleia⁶² para deliberar sobre a conversão, sobre as alterações estatutárias e demais alterações de documentos, mas também sobre a publicação de anúncio a informar da conversão e os próprios registos, bem como apresentar ao emitente os títulos representativos dos valores mobiliários ao portador de que sejam titulares, requerendo a sua substituição ou alteração. Neste caso, e a menos que haja dúvidas quanto à titularidade dos valores mobiliários em questão, o órgão de administração terá o dever de executar aquelas deliberações e de substituir ou

⁶¹ A letra da parte final do n.º 1 do artigo 7.º do DL 123/2017 (“*ser apresentados junto do emitente os respetivos títulos para substituição ou alteração das respetivas menções, de modo a que opere a conversão*”), aliada ao facto de, como já mencionado, não se remeter para os artigos 2.º e 3.º, parece significar que, nestes casos, basta tal substituição ou alteração para que se considere a conversão realizada. No entanto, dever-se-á exigir igualmente a atualização dos registos dos valores mobiliários convertidos (tal como previsto no n.º 1 do artigo 6.º).

⁶² *Cfr.* os artigos 23.º-A, n.º 1, do CVMob e 375.º, n.º 2, do CSC, relativos a assembleias gerais de acionistas, e o artigo 355.º, n.º 3, do CSC, relativo a assembleias de obrigacionistas.

alterar os títulos que forem entregues ao emitente, sob pena de eventual ação de responsabilidade e, em última análise, destituição com justa causa.

O cenário acima descrito de inércia do emitente é particularmente iníquo se atentarmos no facto de as consequências para o incumprimento da obrigação de conversão se situarem exclusivamente no plano dos titulares, não havendo qualquer consequência prevista no DL 123/2017 quer para os emitentes⁶³, quer para os titulares dos órgãos de administração⁶⁴ que incumpram as obrigações aí previstas.

4.8. O âmbito de aplicação a situações plurilocalizadas

A Lei 15/2017 suscita igualmente algumas questões no que concerne à sua aplicação a situações plurilocalizadas.

Trata-se, em primeiro lugar, de saber se a proibição de emissão de valores mobiliários ao portador prevista neste diploma se aplica à emissão, por entidades estrangeiras, de valores mobiliários ao portador sujeitos a lei portuguesa.

Esta questão decorre do facto de o artigo 40.º, n.º 1, do CVMob, como exceção à regra geral de aplicação da lei pessoal do emitente⁶⁵, admitir a apli-

⁶³ Na verdade, os emitentes podem mesmo beneficiar da sua inércia, uma vez que lhes são atribuídos os juros vencidos sobre os montantes das distribuições não pagas aos titulares de valores mobiliários ao portador (*cf.* o artigo 7.º, n.º 3, do DL 123/2017). Naturalmente que, em última análise, um emitente que nada faça e cujos valores mobiliários tenham, como consequência dessa inação, o seu conteúdo restringido, em prejuízo dos respetivos titulares, será menos atrativo para terceiros investidores, com o que perderá em liquidez e em valor de mercado. No entanto, este raciocínio valeria essencialmente para os emitentes com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado (abrangidos pela conversão automática, por se enquadrarem no artigo 62.º do CVMob), e já não para os demais, em que se incluem, desde logo, as pequenas sociedades anónimas, nas quais tal inércia afetarà, sobretudo, os titulares dos valores mobiliários. Por outro lado, os emitentes estarão também sujeitos, nos termos gerais, à obrigação de ressarcir os titulares pelos prejuízos incorridos por estes, e, quando aplicável, aos poderes gerais de supervisão da CMVM e demais autoridades reguladoras.

⁶⁴ Estes estarão, no entanto, sempre sujeitos aos deveres gerais de cuidado e lealdade previstos no artigo 64.º do CSC.

⁶⁵ *Cfr.* os artigos 33.º, n.º 1, do Código Civil e 3.º, n.º 1, do CSC, que estabelecem como lei pessoal, respetivamente, das pessoas coletivas em geral e das sociedades em particular, a lei do Estado em que esteja situada a sede principal e efetiva da sua administração. Esta é a regra geral de aplicação do CVMob quando estejam em causa questões de capacidade para a emissão e forma de representação (*cf.* o artigo 39.º) e de conteúdo dos valores mobiliários (*cf.* o artigo 40.º). Maria Helena BRITO justifica a aplicação da lei pessoal do emitente ao conteúdo dos valores mobiliários com base no facto de esta matéria “apresenta[r] relações com os mecanismos da (...) organização e funcionamento” do emitente, os quais, por força do n.º 2 do artigo 33.º do Código Civil, são

cação da lei portuguesa ao conteúdo de obrigações e outros valores mobiliários representativos de dívida emitidos por entidade estrangeira⁶⁶.

Para responder a esta questão, atente-se no artigo 3.º, n.º 1, do CVMob, de acordo com o qual as normas imperativas deste Código se aplicam se, e na medida em que, “*as situações, as atividades e os atos a que se referem tenham conexão relevante com o território português*”, considerando-se, nos termos das alíneas a) e b) do n.º 2, que têm conexão relevante com o território português, designadamente, as operações realizadas em mercados regulamentados e em sistemas de negociação multilateral registados na CMVM e os atos realizados em Portugal⁶⁷.

Cabe, pois, aferir se a Lei 15/2017 introduziu alguma nova norma imperativa que se aplique à emissão de valores mobiliários, sendo de concluir que sim, uma vez que o (novo) artigo 52.º do CVMob dispõe, com caráter imperativo, que não é “*permitida a emissão de valores mobiliários ao portador*”.

Por conseguinte, temos que a emissão de valores mobiliários ao portador sujeitos a lei portuguesa, ainda que o emitente seja estrangeiro, é vedada pelo artigo 52.º do CVMob – em contrapartida, afigura-se que será de continuar a admitir a emissão, por entidade portuguesa, de obrigações e outros instrumentos de dívida ao portador sujeitos a lei estrangeira, desde que a escolha de lei seja válida e a mesma admita a emissão desses valores mobiliários ao portador.

Em segundo lugar, cabe aferir se a proibição de transmissão de valores mobiliários ao portador prevista na Lei 15/2017 se aplica, nalguma medida, à transmissão de valores mobiliários ao portador emitidos ao abrigo de lei estrangeira (aqui se incluindo, de um lado, os valores mobiliários emitidos por enti-

regulados pela sua lei pessoal – *cf.* *Sobre a Aplicação no Espaço do Novo Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2000, pág. 63.

⁶⁶ De acordo com Luís de LIMA PINHEIRO, o estatuto dos valores mobiliários abrange “a titularidade e o conteúdo dos direitos de gozo e garantia sobre o valor mobiliário, ou, com mais rigor, sobre as situações jurídicas representadas pelo valor mobiliário (...)”, correspondendo os referidos direitos de gozo ao “poder de disposição e diversas posições ativas representadas no valor mobiliário, em que o titular fica investido perante a entidade emitente, que entre nós se designam de direitos inerentes” – *cf.* *Direito aplicável às operações sobre instrumentos financeiros*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IX, Coimbra Editora, 2010, págs. 167 e 168. Ora, não dispondo o CVMob de norma de conflitos específica sobre as modalidades de valores mobiliários (nominativos/ao portador), parece ser de aplicar analogicamente a esta matéria a regra prevista no artigo 40.º do CVMob.

⁶⁷ Tal como refere Cristina Sofia DIAS, esta norma visa a “*protecção do mercado nacional e dos que aqui actuem, independentemente da sua lei pessoal ou da lei aplicável ao caso em concreto lhes conferir, ou não, protecção*” – *cf.* *Notas e Questões sobre a Lei Aplicável à Emissão de Instrumentos de Dívida de Curto Prazo (Papel Comercial) por Sociedade com Sede e Administração Efectiva em Portugal*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 12, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2001, pág. 111.

dade estrangeira e sujeitos a lei estrangeira e, de outro, as obrigações e outros valores mobiliários representativos de dívida que, sendo emitidos por entidade portuguesa, estejam sujeitos a lei estrangeira nos termos do artigo 40.º, n.º 1, do CVMob).

Ora, por um lado, e nos termos do já referido artigo 3.º, n.º 1, do CVMob, as normas imperativas deste Código aplicam-se às operações de transmissão de valores mobiliários realizadas em mercados regulamentados ou em sistemas de negociação multilateral registados na CMVM, ainda que tais valores mobiliários estejam sujeitos a lei estrangeira, pelo que cabe aferir novamente se houve alguma alteração a este nível por força da Lei 15/2017.

Verifica-se, a este propósito, que muito embora a Lei 15/2017 tenha determinado que o artigo 52.º do CVMob passasse a dispor, de forma imperativa, que os valores mobiliários são obrigatoriamente nominativos e que não é permitida a emissão de valores mobiliários ao portador, não introduziu porém no CVMob⁶⁸ qualquer nova disposição – nem imperativa, nem supletiva – sobre a transmissão de valores mobiliários ao portador.

Logo, não terá resultado daqui qualquer alteração às transmissões de valores mobiliários ao portador emitidos ao abrigo de lei estrangeira.

Por sua vez, o artigo 41.º do CVMob dispõe que a transmissão de direitos (e a constituição de garantias) sobre valores mobiliários rege-se, “*em relação a valores mobiliários integrados em sistema centralizado, pelo direito do Estado onde se situa o estabelecimento da entidade gestora desse sistema*” (cfr. a alínea a)) e “*em relação a valores mobiliários registados ou depositados não integrados em sistema centralizado, pelo direito do Estado em que se situa o estabelecimento onde estão registados ou depositados os valores mobiliários*” (cfr. a alínea b)), prevendo ainda que nos demais casos a transmissão é regulada pela lei pessoal do emitente⁶⁹.

Esta norma vai, portanto, mais além que o referido artigo 3.º, n.º 1, do CVMob, na medida em que, por força da mesma, a transmissão de direitos sobre valores mobiliários integrados em sistema centralizado gerido por entidade estabelecida em Portugal e de valores mobiliários registados ou depositados em estabelecimento localizado em Portugal deve respeitar, de forma geral, o direito português.

⁶⁸ Sobre o facto de o artigo 3.º, n.º 1, do CVMob poder funcionar também como “*norma de reconhecimento*” de preceitos imperativos alheios ao CVMob, cfr. Cristina Sofia DIAS, *Notas e Questões* (...), *op. cit.*, pág. 112.

⁶⁹ Fazendo uma crítica a este regime, cfr. Luís de LIMA PINHEIRO, *Direito aplicável às operações sobre instrumentos financeiros*, *op. cit.*, pág. 186.

E ditando a aplicação genérica do direito português a tais transmissões de direitos, há, pois, que questionar se lhes será também aplicável a proibição de transmissão de valores mobiliários ao portador prevista na Lei 15/2017.

Apesar de a letra desta lei parecer reclamar, por omissão, uma resposta afirmativa, pelo menos nos casos de valores mobiliários emitidos por emitente estrangeiro e sujeitos a lei estrangeira, o princípio da liberdade de circulação de capitais, bem como o princípio da autodeterminação dos Estados-Membros (que dispõem, como vimos, de discricionariedade ao abrigo da Diretiva 2015/849 para fixar as medidas que julguem mais adequadas em matéria de controlo dos valores mobiliários ao portador, de entre as quais a proibição absoluta dos mesmos, tal como prevista no nosso ordenamento jurídico, é apenas uma e a mais rígida das medidas possíveis) fazem intuir uma resposta negativa.

Por outro lado, poderá alegar-se, nos casos em que os valores mobiliários abrangidos pelas referidas alíneas do artigo 41.º do CVMob são escriturais, e recorrendo ao entendimento de que os valores mobiliários ao portador representados sob a forma escritural não são verdadeiramente ao portador (tanto mais que, como referido, as medidas de controlo dos valores mobiliários ao portador adotadas pelos ordenamentos jurídicos analisados acima apenas têm como objeto os valores mobiliários titulados) que, nestes casos, as consequências previstas na Lei 15/2017 não deveriam ser aplicáveis. No entanto, a ser assim, igual argumento teria de usar-se, por força do princípio da igualdade de tratamento, para os valores mobiliários escriturais ao portador sujeitos a lei portuguesa, o que não encontra suporte na Lei 15/2017.

Por outro lado ainda, e mais concludentemente, poder-se-á argumentar, ao abrigo de uma interpretação integrada dos n.ºs 1 e 2 do artigo 2.º da Lei 15/2017, que apenas estão sujeitos à proibição de transmissão prevista no n.º 2 os valores mobiliários que estariam cobertos pela proibição prevista no n.º 1, ou seja, os valores mobiliários emitidos ao abrigo de lei portuguesa. Tal equivale por concluir que a Lei 15/2017 apenas se aplica à emissão de valores mobiliários, e à obrigação de conversão em nominativos de valores mobiliários já emitidos, ao abrigo da lei portuguesa, sendo aquela proibição de transmissão uma consequência do incumprimento desta obrigação e, portanto, aplicável também apenas aos valores mobiliários sujeitos a lei portuguesa. Parece ser este o caminho certo.

Por fim, note-se que, caso se confirmasse que a Lei 15/2017 proibiu efetivamente, a partir do fim do Período Transitório, a transmissão de valores mobiliários ao portador sujeitos a lei estrangeira integrados em sistema centralizado em Portugal ou registados ou depositados em estabelecimento localizado em Portugal, tal teria um impacto muito relevante no mercado de capitais portu-

guês, acarretando uma significativa desvantagem competitiva para o sistema financeiro nacional.

Em suma, de acordo com este entendimento, as transmissões de valores mobiliários escriturais ao portador (e de valores mobiliários titulados ao portador integrados em sistema centralizado) emitidos ao abrigo de lei estrangeira e às quais seja de aplicar a lei portuguesa nos termos das alíneas *a)* e *b)* do artigo 41.º do CVMob continuaram, assim, a ser permitidas e, por força da remissão para o direito português ordenada por estas normas, a reger-se pelo disposto no artigo 80.º do CVMob, que se mantém, desta forma, aplicável, a todas as transmissões de valores mobiliários escriturais – sejam eles nominativos ou ao portador.

Quando esteja em causa a transmissão de valores mobiliários titulados ao portador depositados, não integrados em sistema centralizado e sujeitos a lei estrangeira, porém, a solução já não é tão clara.

Isto porque a Lei 15/2017 revogou o artigo 101.º do CVMob, com o que deixou de existir disposição aplicável às transmissões de valores mobiliários titulados ao portador. Por conseguinte, quando esteja em causa a transmissão de valores mobiliários sujeitos a lei estrangeira que sejam titulados ao portador e estejam depositados em entidade situada em Portugal, tal como previsto na alínea *b)* do artigo 41.º do CVMob, ao sermos levados, por esta norma, a procurar no direito português uma norma que regule a transmissão, concluímos que... não existe norma.

Tentando dar resposta a esta questão, entende-se ser de afastar o recurso à alínea *c)* do artigo 41.º do CVMob, a qual manda aplicar, em relação a “valores mobiliários não abrangidos nas alíneas anteriores”, a lei pessoal do emitente, por tal solução não ser conforme com a *ratio* inerente ao artigo 41.º do CVMob, que é privilegiar a “certeza na determinação do direito competente (...) [e *a)*] aplicação de um direito único”, visando evitar a “aleatoriedade e a dispersão na designação dos direitos competentes”⁷⁰, que dariam azo a sérias dificuldades de um ponto de vista operacional.

Conclui-se, pois, que há que buscar, nos termos da alínea *b)*, uma norma de direito português vigente que passe a regular, em substituição do artigo 101.º do CVMob, as referidas transmissões de valores mobiliários titulados ao portador sujeitos a lei estrangeira.

Propõe-se que o artigo 483.º do Código Comercial, que regula a transmissão dos títulos de crédito em geral, passe a ser a norma utilizada para este efeito. Nos termos desta norma, “A transmissão (...) dos títulos ao portador [far-se-á] pela

⁷⁰ Cfr. Maria Helena BRITO, *Sobre a Aplicação no Espaço (...)*, op. cit., pág. 65.

entrega real”, com o que se mantém, assim, materialmente em vigor a regra de transmissão por entrega dos valores mobiliários titulados ao portador prevista no antigo artigo 101.º do CVMob.

Concluindo, independentemente de estas questões poderem ter uma resolução mais ou menos evidente, o certo é que a Lei 15/2017 não regula a sua aplicação a situações plurilocalizadas, tendo criado uma “zona cinzenta” adicional, em prejuízo da segurança jurídica.

5. Considerações finais

A Lei 15/2017 veio impor que todos os valores mobiliários emitidos após 4 de maio de 2017 sejam nominativos, quer sob a forma titulada, quer sob a forma escritural, e que todos os valores mobiliários ao portador em circulação sejam convertidos em nominativos. Este processo de conversão veio depois a ser regulamentado pelo DL 123/2017.

O legislador português optou, assim, por adotar a medida, de entre as várias medidas elencadas pelo GAFI, mais restritiva quanto aos valores mobiliários ao portador. Alternativamente, poderia, por exemplo, ter-se limitado a aplicar este regime aos valores mobiliários ao portador titulados ou obrigar ao depósito obrigatório destes junto de intermediário financeiro.

A medida escolhida parece, no entanto, adequar-se à realidade portuguesa, desde logo, na medida em que as medidas alternativas implicariam custos e obrigações adicionais que poderiam ser inoportunos, quer para emitentes, quer para titulares.

Além disso, cumpre dizê-lo, não obstante as críticas que lhe possam ser dirigidas, designadamente, quanto aos prazos excessivamente curtos de implementação e quanto às (demasiadas) imprecisões na redação, que geraram dúvidas interpretativas dispensáveis, este novo quadro legislativo é oportuno e necessário no contexto atual de combate contra a criminalidade financeira e a fraude e evasão fiscal, estabelecendo (juntamente com outros diplomas que também transpuseram parcialmente a Diretiva 2015/849, como a Lei n.º 83/2017, de 18 de agosto, que estabelece medidas de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo, e a Lei n.º 89/2017, de 21 de agosto, que aprovou o regime jurídico do registo central do beneficiário efetivo) importantes medidas nesse contexto.

Em todo o caso, estas medidas legislativas não são suficientes. Será, na verdade, crucial monitorizar devidamente a sua implementação (em particular, quanto ao registo central do beneficiário efetivo, que vai obrigar à intervenção permanente dos emitentes) e estar atento aos mecanismos que são já hoje

usados para contornar as regras relativas à identificação dos titulares de valores mobiliários e que, no futuro, por força destas alterações, poderão vir a ser usados com maior frequência, visando alcançar alguns dos fins que estes diplomas visam combater – pense-se, a título de exemplo, na figura dos acionistas fiduciários (*nominee shareholders*)⁷¹.

⁷¹ Nestes casos, o titular efetivo das ações (*beneficiary owner*), pretendendo manter o seu anonimato enquanto acionista mas continuar a exercer os direitos económicos inerentes às ações em causa (*maxime*, o direito aos dividendos), celebra um acordo com um terceiro (*nominee shareholder*) que passa a constar dos registos da sociedade, atuando, assim, como titular formal daquelas ações mas com deveres fiduciários para com o *beneficiary owner*. Neste contexto, a OCDE chama a atenção, em particular, para a circunstância de este mecanismo poder ser usado efetivamente de forma abusiva. A este respeito, *cf.* o relatório *Behind the Corporate Veil: using corporate entities for illicit purposes*, 2001 (disponível em <http://www.oecd.org/daf/ca/43703185.pdf>), pág. 31.