

André Figueiredo

O NEGÓCIO FIDUCIÁRIO PERANTE TERCEIROS

Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários

*Dissertação para Doutoramento em
Direito Privado pela Faculdade de
Direito da Universidade Nova de Lisboa,
sob a orientação do Professor Doutor
Rui Pinto Duarte*

Lisboa, Novembro de 2011

O NEGÓCIO FIDUCIÁRIO PERANTE TERCEIROS

Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários

"Just as the trustee's ownership is an odd sort of ownership, but ownership nonetheless, so the beneficiary's personal right is an odd sort of personal right, but personal nonetheless".

(GEORGE GRETTON, "Trusts", p. 482)

*As the significant legal objects change, so too must legal language.
A car is not really a horseless carriage, and a securities position
recorded electronically is nor really an electronic certificate.*

(JAMES S. ROGERS, "An Essay on Horseless Carriages and Paperless
Negotiable Instruments", p. 698)

MODO DE CITAR

I. Todas as disposições legais citadas sem referência expressa ao diploma legal em que se integrem pertencem ao Código Civil português, tal como vigente na presente data.

II. Ao longo do texto, as citações são em regra (apenas excecionada nos casos em que a indicação de outro elemento seja relevante) feitas com indicação do nome abreviado do autor, do título abreviado da obra ou artigo e do(s) número(s) da(s) página(s) para as quais se remete. Na bibliografia final, encontram-se os demais elementos que permitem a identificação das obras citadas ao longo do texto. Só se indica o ano de publicação da obra ou a edição citada quando esse elemento for relevante para a exposição. Não se distingue entre a primeira e as restantes citações de cada obra, por se entender desnecessária a repetição de elementos constantes da bibliografia final.

III. Quando numa só nota se citam diversos autores, segue-se a regra da sua ordenação alfabética, exceto quando a exposição imponha um critério distinto — designadamente, para dar relevância a um determinado texto ou por se tornar conveniente a separação em grupos distintos com maior ou menor relevância para o tema.

IV. Na bibliografia final, todas as obras estão identificadas, no mínimo, pelo nome do autor, pelo título completo e pelo ano e local de publicação. As obras são indicadas por ordem alfabética do último apelido do primeiro autor, ou do primeiro, tratando-se de autores de países de língua espanhola. Para cada autor, as obras ordenam-se cronologicamente e, dentro do mesmo ano, por ordem alfabética da primeira letra do título; as obras em co-autoria aparecem depois das obras em autoria singular.

V. No texto, as citações de jurisprudência são feitas pela indicação abreviada do tribunal e da data do acórdão, ou pela indicação do nome das partes, consoante os usos prevaletentes na ordem jurídica em causa. Exceto quando seja dada indicação em contrário, os materiais jurisprudenciais portugueses foram obtidos em <http://biblioteca.mj.pt>.

LISTA DE ABREVIATURAS

AAFDL	Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa
Ac.	acórdão
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
act.	actualizado(a)
AG	Die Aktiengesellschaft
AJCompL.	American Journal of Comparative Law
AJP	Aktuelle juristische Praxis
al./als.	alínea/alíneas
art./arts.	artigo/artigos
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Der Betriebs-Berater
BBTC	Banca, Borsa e Titoli di Credito
BFDUC	Boletim da Faculdade de Direito
BFLR	Banking & Financial Law Review
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMJ	Boletim do Ministério da Justiça
BoICE	Boletim de Ciências Económicas
Bull. Jolly	Bulletin Jolly
Bus.Law.	The Business Lawyer
CadMVM	Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários
CambLJ	Cambridge Law Journal
CanBR	Canadian Bar Review
cap.	capítulo
CapMLR	Capital Markets Law Journal
CardLR	Cardozo Law Review
CCom	Código Comercial
CdMVM	Código do Mercado dos Valores Mobiliários
CdVM	Código dos Valores Mobiliários
CdRP	Código do Registo Predial
CdSC	Código das Sociedades Comerciais
cf.	conferir
CIRE	Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
cit.	citado(a)

CJ	Colectânea de Jurisprudência
CJSTJ	Colectânea de Jurisprudência — Acórdãos do Supremo Tribunal de Justiça
CMLR	Common Market Law Review
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
codice	Codice civile italiano
ColumbBusLR	Columbia Business Law Review
ColumLRev	Columbia Law Review
CPC	Código de Processo Civil
CRP	Constituição da República Portuguesa
CSD	Central Securities Depository
DB	Der Betrieb
DdVM	Direito dos Valores Mobiliários
Dig. disc. priv.	Digesto delle discipline privatistiche
Dir. e giur.	Diritto e giurisprudenza
DirCommInt.	Diritto del commercio internazionale
DirSocRev	Direito das Sociedades em Revista
DizDP	Dizionario del Diritto Privato
DL	Decreto-Lei
DMIF	Directiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004
DStR	Deutsches Steuerrecht
DukeLJ	Duke Law Journal
DVM	Direito dos Valores Mobiliários
EBLRev.	European Business Law Review
EBOLR	European Business Organization Law Review
ECL	European Company Law
ed.	edição
Enc. Dalloz	Encyclopédie Dalloz
Enc. Dir.	Enciclopedia del Diritto
Enc. Giur.	Enciclopedia Giuridica
ERCL	European Review of Contracts Law
ERPL	European Review of Private Law
EUA	Estados Unidos da América
FCG	Fundação Calouste Gulbenkian
FDL	Faculdade de Direito de Lisboa
GeorLR	Georgetown Law Journal
Giur. Comm.	Giurisprudenza Commerciale
GPR	Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht

HarvLR	Harvard Law Review
HGB	Handelsgesetzbuch
ICLQ	International and Comparative Law Quarterly
id.	idem
Idaho L.R.	Idaho Law Review
IFLR	International Financial Law Review
InsO	Insolvenzordnung
JBL	Journal of Business Law
JCLS	Journal of Corporate Law Studies
JherJahrb	Jherings Jahrbücher für die Dogmatik des bürgerlichen Rechts
J. Fin. Econ.	The Journal of Financial Economics
J.L. & Econ.	Journal of Law & Economics
JuS	Juristische Schulung
JW	Juristische Wochenschrift
JZ	Juristenzeitung
L.	Lei
LFMR	Law and Financial Markets Review
LGDJ	Librairie générale de droit et de jurisprudence
LMCLQ	Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly
LQR	Law Quarterly Review
MichLJ	Michigan Law Journal
n./nn.	nota/notas
n. ^o	número
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift — Rechtsprechungsreport
NYUnivLR	New York University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ODir.	O Direito
OR	Obligationsrecht
org./orgs.	organizador/organizadores
OUP	Oxford University Press
OxJLS	Oxford Journal of Legal Studies
p./pp.	página(s)
Qdr.	Quadrimestre
PECL	Principles of European Contract Law
RB	Revista da Banca
RC	Tribunal da Relação de Coimbra
RCDPriv.	Rivista Critica del Diritto Privato

RDBB.	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RDBF	Revue de droit bancaire et financier
RDCDGobb.	Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni
RDE	Revista de Direito e Economia
RDES	Revista de Direito e Estudos Sociais
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RegCMVM	Regulamento da CMVM
reimp.	reimpressão
rev.	revisto(a)
RDMV	Revista de Derecho del Mercado de Valores
RE	Tribunal da Relação de Évora
RevBanque	Revue de Banque
RevD. McGill	Revue de Droit de McGill
RevDSuisse	Revue de Droit Suisse
RevSoc	Revue des Sociétés
RFDP	Revista da Faculdade de Direito do Porto
RFDUL	Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
RGIC	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro, tal como alterado
RIDE	Revue internationale de droit économique
Riv. dir. civ.	Rivista di diritto civile
Riv. crit. dir. priv.	Rivista critica di diritto privato
Riv. dir. comm	Rivista di Diritto Commerciale
Riv. Giur. Sarda	Rivista Giuridica Sarda
Riv. Not.	Rivista Notariale
RL	Tribunal da Relação de Lisboa
RLJ	Revista de Legislação e Jurisprudência
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
RP	Tribunal da Relação do Porto
RSJ	Revue Suisse de jurisprudence
RSoc	Rivista delle Società
RTDCiv	Revue Trimestrielle de Droit Civil
RTDComEco	Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique
RTDPC	Rivista Trimestrale de Diritto e Procedura Civile
sep.	separata
SLR	Securities Law Review
ss.	seguintes

SSRN	Social Science Research Network
StanJLB&F	Stanford Journal of Law, Business & Finance
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
supl.	suplemento
t.	tomo
TJCE	Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias
Trad.	tradutor
t.u.f.	Testo unico della finanza
UCC	Uniform Commercial Code
UCLA LR	University of California Law Review
UCP	Universidade Católica Portuguesa
ULR	Uniform Law Review
UnivCinLR	University of Cincinnati Law Review
UnivPenLR	University of Pennsylvania Law Review
Vand. J. Transnat'l L.	Vanderbilt Journal of Transnational Law
vol.	volume
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
YalJ	Yale Law Journal
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
ZWB	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht

PLANO

INTRODUÇÃO

CAPÍTULO I: O NEGÓCIO FIDUCIÁRIO: ORIGENS, EVOLUÇÃO DOGMÁTICA E NOÇÃO

§1.º Da *fiducia* romana às construções modernas do negócio fiduciário em alguns direitos continentais; o (*express*) *trust* do direito inglês e a sua suposta *singularidade*; a fidúcia na tradição jurídica portuguesa

§2.º Apreciação crítica: o núcleo definidor de um conceito-tipo de negócio fiduciário de gestão

CAPÍTULO II: A Oponibilidade a Terceiros do Negócio Fiduciário de Gestão

§3.º Negócio fiduciário de gestão e terceiros no direito comparado

§ 4.º Titularidade fiduciária, *destinação funcional* e delimitação da responsabilidade patrimonial do fiduciário

§5.º Afetação funcional e separação patrimonial no direito positivo

§6.º Negócio fiduciário, titularidade fiduciária e segregação patrimonial: a delimitação da esfera de responsabilidade patrimonial do fiduciário

§7.º Os atos de disposição sobre o bem fiduciário em violação do *pactum fiduciae*: a posição do fiduciante no confronto com terceiros adquirentes de pretensões incompatíveis com o vínculo fiduciário

CAPÍTULO III: ESTUDO DE UM CASO PARADIGMÁTICO DE TITULARIDADE FIDUCIÁRIA DE VALORES MOBILIÁRIOS

§8.º A circulação de valores mobiliários no tráfego hodierno

§9.º A circulação de valores mobiliários escriturais (e equiparados) no direito português; a relevância de fenómenos de *titularidade indireta* de valores mobiliários como hipótese paradigmática de titularidade fiduciária

§10.º A proteção do património dos investidores no direito da União Europeia e no direito português

§11.º Titularidade fiduciária de valores mobiliários e separação patrimonial na insolvência do intermediário financeiro

§12.º A transmissão ou oneração de valores mobiliários em violação do vínculo fiduciário: a proteção do investidor e a posição dos terceiros adquirentes

§13.º Titularidade indireta de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, exercício de direitos de voto e imputação de direitos de voto

CONCLUSÕES

INTRODUÇÃO

I. O negócio fiduciário continua a exercer um *fascínio* indesmentível. A figura é milenar, tendo origem na *fiducia* romana, mas foi a sua redescoberta na pandectística tardia que lançou as bases de um longo percurso de aprofundamento dogmático que ocupou sucessivas gerações de juristas continentais, motivados pela disseminação do instituto no tráfego e pela prática jurisprudencial que a seu respeito se desenvolveu. Hoje, o negócio fiduciário permanece mais popular e controverso do que nunca, o que é bem evidenciado pela profusão de estudos e monografias sobre o tema; fenómeno a que, de resto, o direito português não é alheio. Mesmo após sucessivas vagas de desenvolvimento doutrinal, de que os tribunais foram muitas vezes o catalisador, estão ainda em aberto os problemas jurídicos fundamentais que a figura suscita — mesmo aqueles que eram já debatidos na literatura do séc. XIX. Aquele *fascínio* que atrás se assinalou, e que o autor desta dissertação confessa partilhar, revela acima de tudo que, ao fim de todo este tempo, o estudo do negócio fiduciário é ainda um *trabalho em progresso*.

Este contínuo enfoque no negócio fiduciário tem provavelmente duas causas imediatas, que serão bem evidenciadas ao longo das páginas que se seguem. A primeira é a *complexidade* do tema, que é consequência da peculiar configuração estrutural e funcional que subjaz à relação fiduciária e que coloca desafios sérios de revisão de postulados bem consolidados. O problema da oponibilidade a terceiros da posição jurídica do fiduciante — o beneficiário do arranjo contratual a quem é reconhecido *apenas* um direito de crédito sobre o fiduciário, este sim *proprietário* do bem fiduciado — transporta a discussão para as fronteiras, por vezes fluidas, que separam os direitos reais e o direito dos contratos. Ele impõe, por isso, a harmonização de coordenadas estruturantes do sistema de direito privado, relacionadas com a *tensão* entre tutela do crédito e a promoção da autonomia privada, com a elasticidade do princípio da tipicidade das situações jurídicas reais, com a natureza absoluta e sempre uniforme do direito de propriedade ou com os efeitos reflexos de certas pretensões obrigacionais. No plano interno, também o conteúdo da relação contratual entre fiduciante e fiduciário é intensamente moldado pelo fenómeno de dissociação entre *propriedade* e *interesse* que caracteriza o negócio fiduciário, o que acaba por impor a adaptação de certas regras estruturais do negócio jurídico, e em particular dos

contratos, ao contexto particular das relações de natureza fiduciária. Assim sucede, em especial, com a necessária concretização da malha de deveres acessórios a que o fiduciário se encontra vinculado.

Noutro plano, a assinalada *popularidade* do negócio fiduciário decorre da profunda disseminação do instituto no comércio jurídico, um facto incontornável do nosso tempo que obrigou a ciência jurídica a um esforço de contínua *atualização* das construções em torno do instituto. Em diferentes quadrantes, para a prossecução de diferentes fins e seguindo estruturas jurídicas mais ou menos complexas, o negócio fiduciário surge como o substrato jurídico *típico* de modelos de atuação em nome próprio mas para a prossecução (predominante) de interesses alheios. Na literatura de *law & economics* é assinalado como a estrutura peculiar do negócio fiduciário oferece uma alternativa flexível e informal aos institutos assentes na personificação jurídica, permitindo a prossecução de finalidades produtivas e de investimento, e mitigando satisfatoriamente os chamados *problemas de agência*. Não sendo único, exemplo paradigmático de um setor marcado pela profusão do fenómeno fiduciário é o mercado mobiliário, onde, ao lado de modelos especificamente desenhados pela lei seguindo um figurino fiduciário, se multiplicam casos em que a gestão de posições patrimoniais alheias e a criação de mecanismos de garantia assentam em relações contratuais que, desenvolvidas no quadro da autonomia privada, *rompem* a imputação jusformal de um acervo mobiliário e alocação do respetivo resultado económico. Aliás, a *ideia original* deste estudo nasceu do contacto com situações da *praxis* em que a titularidade e circulação de valores mobiliários tem por base modelos contratuais na sua essência reconduzíveis ao negócio fiduciário.

II. Em traços simples e ainda sem grande comprometimento dogmático, o negócio fiduciário pode ser descrito como o contrato mediante o qual uma parte — o fiduciário — é investido, direta ou indiretamente, na *propriedade* de um bem, comprometendo-se a geri-lo (*lato sensu*) no interesse de outrem — o fiduciante —, a quem, uma vez finda a relação fiduciária, deverá ser devolvido o acervo patrimonial resultante daquela *atividade gestória*. Emerge como traço estrutural distintivo a configuração do fiduciante como titular de um direito de crédito sobre o fiduciário, só a este cabendo a titularidade de uma posição jurídica enquadrável no *numerus clausus* dos direitos reais — que é todavia desprovida de conteúdo

económico, porque se encontra, por contrato, funcionalmente afeta à prossecução dos interesses patrimoniais do fiduciante.

A partir desta descrição, é comum na literatura jurídica — em particular, na continental — enquadrar os problemas jurídicos suscitados pelo negócio fiduciário com base numa distinção fundamental: a que separa a *esfera interna* e *esfera externa* da relação fiduciária e que, de resto, constitui uma marca incontornável da generalidade das construções doutrinárias do tema. A *esfera interna* compreende o conteúdo da relação contratual estipulada entre fiduciante e fiduciário e, nesse âmbito, a determinação das suas posições recíprocas (v.g., catálogo de deveres, intensidade desses deveres, meios de tutela face a situações de incumprimento); a *esfera externa*, por sua vez, refere-se à interseção do arranjo que emerge do negócio fiduciário com certas categorias de terceiros, aí relevando, em primeira linha, o tema da oponibilidade *externa* da posição jurídica meramente obrigacional em que fica investido o fiduciante. Não que seja exclusiva do negócio fiduciário esta divisão entre *efeitos internos* e *efeitos externos*; ela é, na verdade, discernível a respeito da generalidade das relações contratuais, que suscitam, quase sempre, o problema da sua oponibilidade (reflexa) a sujeitos que delas não são parte. Porém, a peculiar conformação estrutural e funcional da relação jurídica que emerge do negócio fiduciário — que será explicitada no primeiro capítulo da dissertação — torna aquela distinção entre a *esfera interna* e a *esfera externa* particularmente adequada para apreender as constelações problemáticas suscitadas pela figura.

Deixando para segundo plano o problema da autonomização da figura face ao negócio simulado — problema esse que se encontra hoje ultrapassado —, este estudo tem como objeto privilegiado a *esfera externa* do negócio fiduciário, ocupando-se da oponibilidade a terceiros daquela posição de *credor* reconhecida ao fiduciante, nalguns cenários paradigmáticos. Certo que, noutros ordenamentos onde a dogmática fiduciária se encontra num patamar de sofisticação mais avançado, a atenção da literatura (e dos tribunais) já *transbordou* para a aludida esfera interna. Certo também que, incidentalmente, a determinação das eventuais externalidades reconhecidas à posição do fiduciante não dispensa um olhar sobre o conteúdo da relação interna, em especial sobre alguns deveres acessórios que dela emergem. Todavia, a delimitação proposta, para além de compreensível como forma de evitar um tratamento demasiado transversal de matérias, em prejuízo do seu devido aprofundamento, constitui uma opção natural por ser na *esfera externa* que se

colocam os problemas jurídicos verdadeiramente distintivos do negócio fiduciário. Ficará evidente ao longo deste estudo como aí se multiplicam questões de relevo, que não foram ainda, entre nós, merecedoras da devida atenção, e que só na aparência encontram uma resposta clara no sistema normativo.

Avançando um patamar, é depois possível identificar na *esfera externa* da relação fiduciária dois problemas jurídicos fundamentais. O primeiro é o da oponibilidade da posição do fiduciante aos credores gerais do fiduciário (*i.e.* aqueles credores, garantidos ou não, cujas pretensões não emergem da relação fiduciária): do que se trata é de saber se a atribuição jusreal do bem da fidúcia ao fiduciário tem como consequência a recondução deste bem ao património colocado à disposição daqueles credores, podendo ser por eles penhorado e/ou integrando a massa insolvente do fiduciário; ou se, ao invés, pode o fiduciante, titular embora de um mero direito de crédito sobre o fiduciário, opor a sua posição àquela particular categoria de terceiros. Em síntese, interessa saber se o ordenamento jurídico adequa a *tutela externa* do fiduciante (e, reflexamente, a tutela dos credores deste — incluindo o Estado) à realidade económica que subjaz ao arranjo fiduciário. Como se percebe, este problema não pressupõe uma atuação ilícita do fiduciário, partindo antes de terceiros a iniciativa de *agredir* o património fiduciário, ainda que na sequência de situações patológicas imputáveis ao fiduciário.

Num segundo plano e, agora sim, num cenário de *infidelidade* do fiduciário, interessa determinar as consequências jurídicas *externas* dos atos de disposição praticados pelo fiduciário em violação do vínculo de afetação funcional emergente do negócio fiduciário; *i.e.* aqueles negócios jurídicos através dos quais o fiduciário transmite a terceiro (ou onera em seu benefício) parte ou a totalidade dos direitos de que é fiduciariamente titular, contrariando a *função* a que esses bens estavam destinados, violando a obrigação de os (re)transferir para o fiduciante. Em causa está, agora, saber se o vínculo obrigacional que grava a *propriedade* do fiduciário encerra um qualquer efeito limitador (também) da legitimidade dispositiva que é a este reconhecida. Não sendo esse o caso, há que procurar outros fundamentos normativos — mesmo de alcance limitado ou apenas *mediato* — que permitam opor o direito de crédito do fiduciante aos terceiros que hajam adquirido uma pretensão incompatível sobre o bem fiduciário, *maxime* quando de má fé.

III. O negócio fiduciário e a constelação de problemas aqui descrita não são desconhecidos na literatura jurídica portuguesa. Aliás, foram nos últimos anos publicados importantes estudos sobre o tema, que — mesmo centrados na fidúcia com fins de garantia (em particular, na cessão de créditos em garantia) — contribuíram decisivamente para o desenvolvimento da dogmática fiduciária, incluindo a respeito da *vexata quaestio* da oponibilidade a terceiros da posição do fiduciante. Não obstante estes impulsos recentes, é ainda significativa a distância que separa o labor doutrinal entre nós e o estado da discussão noutros ordenamentos jurídicos. Prevalece dominante uma postura *resignada* face aos obstáculos suscitados pela esfera externa da relação fiduciária; permanecem por explorar coordenadas normativas centrais, relacionadas, por exemplo, com a vocação expansiva de certos modelos contratuais de natureza fiduciária ou com a disseminação de fenómenos de segregação patrimonial por diversos quadrantes do sistema de direito privado; e, simultaneamente causa e consequência disto mesmo, permanece ainda pouco mais do que incipiente o tratamento jurisprudencial do tema.

Por essas razões, é decisivo o contributo do direito comparado. Até porque, como estas páginas demonstram, é no mínimo *precipitada* a asserção — tantas vezes difundida na literatura — de que apenas os ordenamentos de *common law* asseguram, no quadro do *trust*, uma tutela efetiva do beneficiário no confronto com terceiros. A suposta singularidade do *trust* vem sendo colocada em crise, fruto do reconhecimento de inúmeras manifestações de institutos funcionalmente análogos nos direitos continentais, na sua essência reconduzíveis ao fenómeno da interposição gestória e a que, afinal, são também reconhecidas certas externalidades; e é desmentida em definitivo pela ampla receção do instituto nos chamados *mixed legal systems*, ordenamentos cujos sistemas de direito privado — e, em concreto, de direitos reais — seguem uma matriz de *civil law*. Em resultado de um processo cujas origens não são sequer recentes, mesmo em ordenamentos continentais de referência, com destaque para o direito alemão, estão hoje bem consolidadas construções que permitem reconhecer certas externalidades ao *vínculo de destinação* emergente do negócio fiduciário, desenvolvidas num quadro normativo e conceptual que é — ao contrário do que sucede com o instituto do *trust*, assente num peculiar sistema de fontes —, com as sempre devidas precauções, transponível para o direito português.

IV. De tudo o que até aqui foi dito fica apenas sugerida uma *direção* deste estudo que importa, todavia, deixar bem expressa. É bem conhecida a distinção — que aliás remonta ao direito romano — entre a fidúcia para gestão (*fiducia cum amico*) e a fidúcia para garantia (*fiducia cum creditore*), consoante o arranjo contratual se destina a assegurar a gestão em nome próprio de uma posição patrimonial alheia ou, ao invés, surge no quadro de uma alienação em garantia, em benefício também do fiduciário. É mais o que aproxima do que o que separa estas duas modalidades do negócio fiduciário. É todavia também inquestionável que a elas subjaz uma distinta conformação de interesses, que se repercute no próprio conteúdo normativo da relação fiduciária: enquanto no negócio fiduciário com fins de gestão é apenas ao fiduciante que cabe o interesse no aproveitamento do bem fiduciado, assim não sucede na fidúcia para garantia, em que, pelo menos até ao cumprimento da obrigação garantida, também o interesse do fiduciário se projeta sobre o acervo patrimonial transmitido fiduciariamente. Esta diferente conformação de interesses tem reflexo direto no conteúdo normativo *típico* da relação contratual que emerge num e noutro caso.

O anunciado estudo da oponibilidade a terceiros da posição do fiduciante tem como pressuposto uma delimitação ao negócio fiduciário de gestão. A relação jurídica que constitui o objeto paradigmático da análise que se segue é, por isso, reconduzível ao fenómeno da *interposição gestória* de interesses alheios, caracterizado pela dissociação clara entre a alocação jurídica de um bem e o interesse no aproveitamento do mesmo e, portanto, caracterizado também pela rutura entre a imputação do conteúdo formal (poderes, faculdades, deveres) de uma situação jurídica e a imputação substancial do seu resultado económico. Esta delimitação não permite apenas conter, de forma precisa, o conteúdo normativo da figura que pretendo estudar e, com isso, conter também o âmbito desta dissertação. São conhecidas as fronteiras fluidas da categoria do negócio fiduciário, as quais são porém tornadas mais conspícuas com esta circunscrição funcional aos casos de *fiducia cum amico*, o que, por seu turno, facilita a própria apreensão dos problemas jurídicos que aqui pretendo tratar. Adicionalmente, a delimitação proposta sugere uma aproximação do fenómeno fiduciário a um tipo legal que ocupa uma posição central no sistema de direito privado e que se identifica com a gestão em nome próprio de posições patrimoniais alheias: o mandato sem representação. Limitando o estudo ao negócio fiduciário de gestão, fica aberto o caminho para avançar por terrenos ainda pouco explorados entre nós, que passam, na sua essência, por testar o *caráter modelar* da disciplina do mandato sem representação, vendo nela o *embrião* do quadro normativo regulador da propriedade por conta de outrem.

Por essa razão, não serão aqui abordados problemas particulares da fidúcia com fins de garantia e que, aliás, mereceram tratamento eloquente na doutrina portuguesa em tempos recentes. O que não significa que, como será aliás assinalado, os resultados apurados ao longo desta dissertação a respeito da oponibilidade a terceiros da posição do fiduciante e formulados para a *fiducia cum amico* não possam ser estendidos para (pelo menos) certas manifestações da *fiducia cum creditore* — não prescindindo embora de precauções hermenêuticas, justificadas pela assinalada conformação de interesses distinta que subjaz a estas duas modalidades do negócio fiduciário.

V. Até agora, o tema desta dissertação vem sendo situado no direito comum. Já sugeri, todavia, que a ideia original deste estudo nasceu do contacto com situações jurídicas (atípicas) de natureza fiduciária num domínio especial: o direito mobiliário. Na verdade, um olhar menos focado no edifício legal em que assenta a circulação de valores mobiliários ou nos modelos contratuais tipificados na lei, e mais nas práticas dos agentes do mercado (emitentes, investidores, intermediários financeiros) revela bem como o registo e depósito de valores mobiliários esconde uma realidade jurídica complexa, em que se multiplicam situações de inequívocas tonalidades fiduciárias. Sendo inquestionável a diversidade estrutural e funcional que lhes subjaz, é possível atribuir a essas *criações do tráfego* alguns traços consistentes: elas assentam na imputação da titularidade dos valores mobiliários a um intermediário financeiro, na prestação de um serviço profissional; é patente a natureza instrumental e por princípio temporária dessa titularidade, em resultado da vinculação do intermediário financeiro ao interesse patrimonial do cliente que motiva a operação; e releva a estipulação de um programa contratual, mais ou menos complexo, destinado a regular a atuação *fiduciária* do intermediário financeiro — por exemplo, a respeito do exercício dos direitos inerentes — e que, de forma expressa ou implícita, impõe a (re)transmissão daqueles valores mobiliários para a esfera do investidor.

É imensa a relevância prática destas hipóteses de *titularidade por conta* de valores mobiliários, como é muito significativo o volume de valores mobiliários que, no mercado português, elas envolvem, mesmo em situações que não apresentam conexão com outros ordenamentos. Construídas no quadro da autonomia privada, elas têm como catalisador a dinâmica própria do tráfego dos negócios, a que não é indiferente a influência dos usos comerciais prevalecentes noutros mercados financeiros dominantes. A sua relevância

encontra no fundo justificação no *cosmopolitismo* que caracteriza o direito comercial (e portanto também o direito mobiliário) hodierno, cuja evolução é decisivamente ditada e guiada pelas práticas e necessidades de um mercado cada vez mais globalizado e integrado. Ainda assim, é possível discernir nestas situações certas configurações jurídicas padronizadas e uniformes, que sem dúvida permitem e justificam o seu estudo e enquadramento dogmático. Isso mesmo sucede no caso paradigmático de que esta dissertação se pretende ocupar em maior profundidade: o da chamada *titularidade indireta* ou *intermediada* de valores mobiliários (na literatura internacional, que dedicou significativa atenção ao fenómeno nos tempos recentes, *intermediated holding of securities* ou *intermediated securities*).

Conforme a seu tempo ficará descrito, trata-se de relações de investimento caracterizadas pela atribuição ao intermediário financeiro de um papel que ultrapassa a função de mero *custodiante*, sendo antes chamado a atuar, de forma socialmente padronizada e por conta de múltiplos investidores, como o titular de valores mobiliários em nome próprio, mas na prossecução de interesses patrimoniais alheios. Estes modelos privilegiam a flexibilidade operacional permitida pelo recurso a práticas de *pooling* — assentes na utilização das chamadas *contas omnibus* (*contas jumbo* ou *contas globais*) —, em que o intermediário financeiro inscreve, de forma indistinta e não segregada, os valores mobiliários por si detidos por conta de múltiplos investidores, ficando a imputação das posições individuais de cada um destes dependente dos registos internos do ou dos intermediários financeiros envolvidos. Assentes em relações contratuais que agregam características do contrato de depósito/registo de valores mobiliários e do mandato (sem representação), construídas no quadro da autonomia privada, estas situações têm como consequência jurídica o *afastamento* entre emitente e investidor final, cuja relação passa a ser marcada por um ou mais níveis de intermediação.

Certo é que este modelo de circulação de valores mobiliários, que parece de facto remeter o intermediário financeiro para uma atuação tipicamente fiduciária, materializa no domínio especial do direito mobiliário a problemática da oponibilidade a terceiros da posição do beneficiário daquela atuação gestória. Neste cenário, o investidor deixa de estar apenas exposto ao *risco de investimento*, aquele que é indissociável da negociação em valores mobiliários e que está *indexado* à situação patrimonial da sociedade emitente. Além desse, e porque os valores mobiliários não estão na sua esfera de titularidade, o investidor

fica exposto quer ao risco de insolvência do intermediário financeiro, caso em que interessa saber se e em que medida o acervo fiduciário se encontra a salvo dos demais credores do intermediário financeiro, quer ao risco de incumprimento do programa contratual estipulado, interessando a este respeito determinar o nível de tutela que o ordenamento mobiliário oferece num cenário em que o intermediário financeiro aliene ou onere ilicitamente os valores mobiliários de que é apenas titular fiduciário. Porque normalmente estas cadeias de titularidade apresentam conexão com mais do que um ordenamento jurídico, estão-lhes associados ainda intrincados problemas de direito conflitual. Sem prejuízo do seu manifesto interesse, não é todavia essa a abordagem do fenómeno que pretendo privilegiar, que, na realidade, imporá um desvio significativo ao roteiro traçado para este estudo.

Por razões dogmáticas mas também pragmáticas, é assim um exercício dialético entre direito geral e direito especial que pretendo levar a cabo nestas páginas. De um lado, as coordenadas extraídas do direito comum servirão como pano de fundo para o enquadramento daqueles problemas da esfera externa da relação fiduciária quando suscitados no domínio mobiliário, ao mesmo tempo que — em sentido inverso — a apreensão das tendências normativas que caracterizam este subsistema jurídico poderão contribuir para consolidar as conclusões afirmadas a respeito da dogmática fiduciária geral. Por outro lado, é também evidente que a assinalada relevância sistémica da *titularidade indireta* não despertou ainda a devida atenção entre nós, onde a literatura especializada se debruça, quase sempre, sobre os valores mobiliários que permanecem *dentro* do sistema, nada ou muito pouco se dizendo sobre o regime destas complexas cadeias de intermediação. De um prisma de enquadramento jurídico, elas permanecem envoltas num manto de desconhecimento e incerteza, incompatível com o *regular funcionamento do mercado*. Isto num tempo — que foi o que durou a escrita desta dissertação — em que a falência de instituições financeiras e o risco de contágio daí decorrente passou de mera hipótese académica para um problema da vida real, a que (também) os juristas foram chamados a dar respostas claras.

VI. Feitas estas considerações introdutórias, que serviram para uma apresentação preliminar dos problemas jurídicos a tratar e para uma primeira delimitação do âmbito desta dissertação, é tempo de avançar, apresentando o *roteiro* do trabalho.

Como se impunha, o propósito do primeiro capítulo é o de apresentar uma noção preliminar de negócio fiduciário de gestão, que se afigure isenta de *compromissos* e *preconceitos* suscetíveis de enviesar o terreno dogmático em que, depois, pretendo enquadrar os problemas da esfera externa da relação fiduciária. Para isso, é imperativo um percurso pela literatura jurídica, a fim de apurar os termos em que a figura é genericamente descrita: depois de uma breve referência histórica à *fiducia* romana, a que remontam as origens do negócio fiduciário do nosso tempo (§1.1), é feita uma primeira incursão por alguns direitos estrangeiros — que, entre outros propósitos, serve também para ensaiar a aproximação do *trust* ao negócio fiduciário, digamos, *continental* (§1.2) —, seguida de um excursus sumário pela doutrina portuguesa (§1.3). Não pretendo, nesta fase ainda preliminar, tocar o tema central da oponibilidade a terceiros da posição do fiduciante, mas tão só identificar as fórmulas usadas na doutrina para definir ou descrever o negócio fiduciário, por essa via traçando, em termos mais precisos, as constelações problemáticas que dele emergem. Esse fim não dispensa, porém, uma verdadeira abordagem crítica, destinada a assinalar as fragilidades e inconsistências das caracterizações do instituto que permanecem dominantes na literatura e que denotam ainda um excessivo apego às formulações usadas no tempo da pandectística.

Nessa direção, procuro identificar uma *noção mínima* de negócio fiduciário, composta por elementos estruturais e funcionais nucleares e que com rigor distinguem a figura no confronto com outras categorias negociais, evitando a sua contaminação por certos traços de regime que, sob pena de uma inversão metodológica intolerável, não podem ser simplesmente assumidos (§2.º). É ainda nesta etapa da dissertação que será ensaiada a aproximação conceptual entre a categoria do negócio fiduciário e o mandato sem representação, o que constitui o primeiro passo necessário para a comprovação da hipótese da natureza modelar da disciplina deste tipo contratual.

VII. Traçados os contornos da figura, o estudo da *esfera externa* tem início com uma incursão por alguns direitos estrangeiros (§3.º). Já antes assinalei a postura não *resignada* que prevaleceu noutros ordenamentos (continentais) perante os obstáculos suscitados pelo tema. A partir desse pressuposto, a análise juscomparativa tem como propósito imediato a identificação dos caminhos percorridos na literatura e nos tribunais para fundamentar uma tutela do fiduciante *para fora* da relação fiduciária. Mas, num segundo plano, pretendo

também assinalar o impacto mais amplo na ciência jurídica dos desenvolvimentos dogmáticos promovidos pelo estudo do negócio fiduciário, que funcionaram como catalisador para a revisitação de coordenadas normativas centrais do sistema de direito privado (*v.g.*, as ponderações subjacentes aos fenómenos de segregação patrimonial ou o alcance normativo da dicotomia entre direitos reais e direitos obrigacionais).

O texto começa pelo direito alemão, *cabeça de estirpe* da família *romano-germânica*, com uma apresentação sintética, mas completa, do estado atual da discussão dogmática centrada na *fiduziarische Treuhand* e na tutela que vem sendo reconhecida ao *Treugeber* nas relações com terceiros (§3.1). É significativo o espaço dedicado a esta análise, o que se justifica pela diversidade e profundidade das abordagens ensaiadas para o tema da oponibilidade externa da relação fiduciária, que sem dúvida permitem lançar alguma luz sobre o caminho a percorrer para o esboço de uma teoria do negócio fiduciário também no nosso ordenamento. Segue-se uma incursão pelos direitos italiano e suíço, que tem um propósito bem identificado: salientar como a teoria do negócio fiduciário se desenvolveu, naqueles ordenamentos, em diálogo com a disciplina do mandato sem representação, onde o tema das externalidades da posição jurídica do fiduciante é enquadrado, no contexto de um debate doutrinal e jurisprudencial que permanece aceso (§3.2). Atentas as semelhanças com o quadro legal da representação indireta vigente entre nós — em particular, para o que aqui interessa, a respeito do regime da responsabilidade patrimonial do mandatário —, a utilidade deste esforço de comparação é por si só evidente.

Já o percurso pelo direito inglês tem como premissa apriorística o reconhecimento da oponibilidade genérica da posição do *beneficial owner* de um *trust* fora da relação com o *trustee* (§3.3). De resto, na literatura continental, esse dado normativo constitui o ponto de partida para a própria apresentação da figura, apontado quase sempre como um traço distintivo do *trust* na tradição jurídica europeia, desenvolvido num quadro de fontes particular. Tal não elimina por completo, todavia, o interesse numa análise juscomparativa, mesmo que delimitada a matérias relativamente às quais a apreensão da dogmática do *trust* pode — ainda que apenas de forma reflexa — contribuir para enquadrar o negócio fiduciário no direito português. Pretendo, por isso, centrar a análise no apuramento dos fundamentos substantivos em que assenta a tutela externa do *beneficial owner* e, sobretudo, fazer referência à atual discussão acerca da natureza jurídica da posição que é reconhecida ao fiduciante, que coloca em crise uma oposição estrita entre *property claims* e *personal*

claims e revela bem como, mesmo num direito onde está consolidada uma tutela *erga omnes* do fiduciante, nem por isso esse resultado pressupõe o inevitável reconhecimento da *proprietary nature* da sua posição.

Desde já se adverte que este percurso juscomparativo é, de certa forma, *assimétrico*, não sendo a grelha comparativa preenchida com a mesma extensão e profundidade a respeito de todos os direitos. Essa assimetria encontra porém o seu fundamento num juízo, aqui plenamente assumido, de que cada um dos ordenamentos selecionados contribui de forma distinta para a análise do direito português que é depois desenvolvida; isso mesmo ficará evidente a longo do texto. O percurso de direito comparado termina com uma breve síntese conclusiva, na qual são assinalados os aspetos convergentes e divergentes, lançando o terreno para a discussão subsequente (§3.4).

VIII. De volta ao direito português, o texto dedica-se definitivamente à busca de respostas para o primeiro problema fundamental da esfera externa da relação fiduciária: saber se é inevitável reconhecer ao património fiduciário o mesmo tratamento a que ficam sujeitos os demais bens de que o fiduciário é proprietário, integrando a *garantia geral* deste, ou se, não obstante ser titular de um direito de crédito oponível ao fiduciário, o fiduciante dispõe de prerrogativas de *separação* daquele acervo patrimonial detido por sua conta, seja num cenário de execução singular movida contra o fiduciário, seja na insolvência deste.

Reduzido à sua essência jurídica, este problema implica traçar de forma rigorosa a relação que se estabelece entre autonomia privada — a fonte do negócio fiduciário atípico — e o reconhecimento normativo de um efeito de separação patrimonial. Daí que o problema comece por ser enquadrado no tema da responsabilidade patrimonial e na dogmática do *património do devedor*. Segue-se uma apresentação sumária do *estado da arte* da doutrina e jurisprudência portuguesas, cujo propósito é o de identificar os critérios normativos comumente aceites para a delimitação da esfera de responsabilidade patrimonial do devedor, e para o reconhecimento da autonomia patrimonial (§4.1).

Terminado esse breve enquadramento, segue-se a análise crítica, na qual pretendo demonstrar que, em grande parte, a doutrina hoje dominante em tema de responsabilidade patrimonial parece ser o resultado mais da aceitação apriorística das clássicas construções subjetivistas do património do que de uma adequada avaliação do direito positivo (§4.2). Por isso, aquela doutrina afasta-se de um ordenamento jurídico profícuo, não apenas em

tempos recentes, em manifestações de segregação patrimonial relevantes nos mais variados quadrantes jurídicos — incluindo em institutos nucleares do sistema de direito privado —, cuja projeção no tráfego e relevância dogmática, se não basta para desmoronar os seus alicerces, serve seguramente para questionar o alegado caráter excecional e extravagante dos fenómenos de autonomia patrimonial. As conceções ainda dominantes parecem desconsiderar a evolução constante do direito positivo, que é hoje menos revelador — nas palavras do autor italiano A. GAMBARO — *de uma tendência antropomórfica de projetar nos institutos jurídicos as características da pessoa humana*. A profunda mitigação do postulado da unidade patrimonial dos sujeitos parece ser acompanhada pelo reconhecimento alargado de funções produtivas dos patrimónios autónomos, por oposição às limitadas finalidades de liquidação e conservação que lhes são normalmente associadas, e acompanhada também pela progressiva ampliação do espaço reservado à autonomia privada, não apenas na modelação da forma, conteúdo e efeitos destes fenómenos de segregação patrimonial, mas mesmo na sua efetiva criação.

Ora, a construção de uma *teoria do património* não pode deixar de procurar interpretar, combinar e sistematizar os preceitos legais que, mesmo que de forma parcelar, regulam a delimitação da *garantia geral* do devedor, em busca de uma *coerência interna* que sirva de fonte de critérios normativos claros e racionais. Nesse pressuposto, recorrendo a um percurso hermenêutico que, em simultâneo, valoriza elementos sistemáticos e teleológicos, pretendo testar a verdadeira validade normativa de muitos dos postulados estruturantes em tema de responsabilidade patrimonial, e que têm impacto direto no problema fiduciário a resolver. Em traços simples, que serão detalhados nas páginas que se seguem, interessa demonstrar, e não assumir, que o *património executável* é mesmo por princípio delimitado pela esfera de direitos patrimoniais de que o devedor é titular, irrelevando na base considerações de índole dinâmica e funcional. Interessa também apurar a verdadeira relação que o direito positivo estabelece entre património geral e património especial, e delimitar o papel que, nesse âmbito, é afinal reconhecido à autonomia privada. E interessa, decisivamente, determinar se e em que medida o ordenamento permite que certas pretensões de natureza creditícia interfiram na delimitação da garantia geral do devedor, em particular aquelas cujo efeito é a instrumentalização de uma determinada *situação proprietária*.

Para esta indagação, proponho um percurso por diversas manifestações de segregação patrimonial consagradas em diferentes quadrantes jurídicos, a fim de, no essencial, apreender as ponderações normativas que lhes estão subjacentes. Nesse quadro, assume relevância paradigmática a figura do mandato sem representação e o regime de responsabilidade por dívidas aí consagrado (§5.1), mas são igualmente descritos outros fenómenos de autonomia patrimonial no direito das sucessões (§5.2), no direito comercial (§5.3) e no direito da insolvência (§§5.4 e 5.5). Terminado este percurso, são traçadas algumas conclusões intercalares, altura em que ficará traçado o pano de fundo dogmático em que será procurada a solução para o problema da oponibilidade do vínculo fiduciário aos credores gerais do fiduciário (§5.6).

Completada esta análise, ficará claro que a titularidade jurídica parece assumir afinal um papel indiciário ou, mesmo, residual enquanto instrumento de delimitação da esfera patrimonial do devedor, que cede perante outras ponderações normativas que o quadro legal encerra. A lei adota um conjunto de critérios de resolução do potencial conflito entre diferentes categorias de credores que, de forma consistente e constante, e encontrando no mandato sem representação a sua matriz conceptual, se afastam de uma perspetiva puramente estática e formalista, em favor de uma abordagem dinâmica, funcional e objetiva, que valoriza certos vínculos funcionais que gravam (e limitam) o exercício de direitos patrimoniais. Isso mesmo sucede nos casos em que — como no negócio fiduciário gestório — a titularidade de um direito patrimonial se destina a prosseguir um interesse alheio e, dessa forma, se afigura instrumental para a prossecução de um fim específico, que pode ser de gestão, de garantia ou de conservação. É por seu turno incontornável a relevância dogmática de casos em que é normativamente reconhecida oponibilidade externa a posições jurídicas obrigacionais e relativas, que abalam a associação tradicional entre a oponibilidade de posições subjetivas e a respetiva natureza jurídica.

Recolhidos estes dados, o texto segue para a comprovação definitiva da vocação expansiva do regime de responsabilidade por dívidas do mandato sem representação (cf. art. 1184.^o), procurando identificar aí um critério normativo de delimitação da esfera de responsabilidade patrimonial genericamente aplicável às situações de titularidade fiduciária com fins de gestão (§6.1), e descrevendo as principais consequências de regime que daí resultam em benefício do fiduciante (§6.2). A hipótese formulada é, como já sugerido, suscitada de imediato por uma abordagem juscomparativa da dogmática fiduciária. Em

diferentes ordenamentos continentais, a consolidação da tutela do fiduciante assenta decisivamente no reconhecimento da vocação expansiva de regimes predispostos para tipos contratuais particulares — mas nucleares — que revestem natureza fiduciária. No direito italiano, como no suíço, reside na extensão da disciplina de responsabilidade por dívidas do mandatário sem representação o fundamento da oponibilidade externa do vínculo fiduciário, mesmo que emergente de negócio atípico. Discussão análoga tem lugar no ordenamento alemão, onde parte significativa da doutrina — com ressonância nos tribunais — sustenta a generalização das regras que, na comissão, asseguram a oponibilidade da posição do comitente a terceiros, em particular credores gerais do comissário. Com variações mais ou menos sensíveis no edifício argumentativo utilizado, une na base estas posições a valorização da vocação geral que subjaz a estes regimes especiais de oponibilidade, que justificaria o alargamento do seu âmbito de aplicação à generalidade das situações de titularidade fiduciária. Porém, como pretendo demonstrar adiante, não se esgotam na *importação* de soluções prevalecentes noutros direitos as razões para testar a aludida vocação expansiva do regime de responsabilidade por dívidas do mandatário sem representação (cf. art. 1184.^o), que, na realidade, encontra também no direito português fundamentos dogmáticos sólidos.

IX. Avanço depois para a segunda problemática fundamental situada na esfera externa da relação fiduciária, aquela em que o fiduciário aliena ou onera o património fiduciário em violação do *pactum fiduciae* (§7.^o). Antecipe-se que o menor número de linhas dedicadas a este tema não deve induzir no erro de que são menores os desafios que ele coloca, ou menor o interesse que ele suscita. Sucede que, como ficará bem patente, a resolução deste conflito entre fiduciante e terceiros adquirentes de uma pretensão incompatível sobre o bem fiduciário beneficia amplamente das conclusões apuradas a respeito da oponibilidade do vínculo fiduciário aos credores gerais do fiduciário e, em particular, das coordenadas relacionadas com o alcance normativo de certas disposições previstas para o mandato sem representação. Ficarà claro que o reconhecimento de um efeito de separação patrimonial — como aquele que a lei consagra para os bens do mandato — não tem o seu alcance normativo limitado à circunscrição da esfera de responsabilidade de um sujeito, *transbordando* para certas prerrogativas de disposição, que podem afinal ser também limitadas (mesmo que apenas parcialmente).

A análise tem início com um enquadramento crítico das construções doutrinárias que, entre nós, mas refletindo as posições prevalecentes noutros direitos, procuram oferecer resposta ao problema (§7.1). Essa revisão crítica passa pela sugestão de um percurso hermenêutico alternativo, que não se limite a pressupor a inevitável desproteção do fiduciante — ou, o que é dizer o mesmo, a assumir sempre a plenitude do poder de disposição do fiduciário — e, em consequência, que não se limite a procurar mecanismos de tutela mediatos, assentes em cláusulas gerais do sistema (abuso de direito, responsabilidade civil, etc.). Preocupações de rigor e harmonia sistemática justificam que, ao invés, seja primeiro explorada a possibilidade de estender ao problema do conflito entre fiduciante e terceiros adquirentes alguns elementos normativos usados para resolver o conflito entre fiduciante e credores gerais do fiduciário. Isto para determinar se a projeção normativa do *vínculo de destinação* que grava o acervo fiduciário se faz sentir também no conteúdo e extensão do poder de disposição do fiduciário, limitando-o (§7.2). Só depois disso, e apenas quando se concluir pela ausência de uma tal limitação intrínseca do poder de disposição do fiduciário, se afigurará correto — incluindo de um prisma metodológico — a indagação de outros instrumentos de tutela do fiduciante.

Não deve impressionar, mesmo nesta fase introdutória, a sugestão de uma limitação intrínseca do poder de disposição do fiduciário. Uma vez mais, esta hipótese é induzida pela incursão de direito comparado, reveladora de uma tendência consistente para quebrar o dogma da plenitude da posição jurídica do fiduciário. Mas, quando devidamente valorizados, ela é reforçada pelos resultados obtidos a respeito do primeiro problema fiduciário, reveladores de uma acentuada compressão do conteúdo típico das *situações proprietárias* afetas à prossecução de um interesse alheio. Será então mais seguro sugerir que a projeção do princípio da tipicidade das situações jurídicas com vocação de oponibilidade *erga omnes* não impede que o conteúdo de posições jurídicas reais (*maxime*, o direito de propriedade) seja afinal moldado por vínculos *apenas* obrigacionais. Também aqui a segurança do tráfego e a tutela da aparência não parecem mais ser vistos como bens absolutos, cedendo perante interesses individuais que o ordenamento considera dignos de tutela.

X. Completada a análise no direito comum, o capítulo III é dedicado ao anunciado estudo de uma manifestação do fenómeno fiduciário no domínio do direito mobiliário.

O texto tem início com uma descrição sumária, mas fiel, do panorama (jurídico, económico, operacional) em que se desenvolve o tráfego mobiliário hodierno (§8.º). São aí brevemente descritos os principais modelos de *imobilização* e *desmaterialização* de valores mobiliários que, como reação ao chamado *paperwork crunch*, foram sendo construídos em ordenamentos jurídicos de referência. É também assinalada a estreita dependência entre as estruturas do mercado e a atuação de intermediários financeiros e empresas de investimento, que se manifesta na profusão de modelos da chamada *intermediated holding of securities*. É, por fim, enunciada uma dicotomia central que, num contexto de contínua metamorfose das estruturas de mercado, assume hoje talvez mais relevância do que a própria distinção entre valores mobiliários titulados e escriturais: a que separa os modelos de *titularidade direta* e de *titularidade indireta* de valores mobiliários, consoante permitam a manutenção de um vínculo jurídico direto entre emitente e investidor ou, ao invés, imponham a interferência de intermediários financeiros na própria cadeia de titularidade. Pelo caminho, e a partir daquela *incontornabilidade* dos intermediários financeiros na circulação mobiliária, pretendo também assinalar a autonomização do chamado *risco de intermediação*, distinto do estrito *risco de investimento* porque associado à conduta e solvência dos intermediários financeiros.

Feito este enquadramento, que assume uma perspetiva transnacional, a discussão é trazida para o direito mobiliário português. Começo por uma descrição do modelo de registo de valores mobiliários escriturais (e equiparados) acolhido no Código de Valores Mobiliários, procurando — com base no muito que já se escreveu sobre o tema — discernir as suas principais características e reconduzi-lo à assinalada dicotomia que separa os modelos de *titularidade direta* e *titularidade indireta* de valores mobiliários (§9.1). Esse excursus constitui, todavia, apenas o pano de fundo sobre o qual pretendo depois demonstrar a relevância no tráfego de situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários, desenvolvidas *fora* do modelo de circulação mobiliária desenhado na lei (§9.2). Para esse efeito, não prescindindo de descrever de forma sumária outros casos de titularidade *instrumental* e *temporária* de valores mobiliários, na sua essência reconduzíveis ao fenómeno fiduciário (§9.2.1), o texto centra-se nas referidas manifestações informais de *titularidade indireta* de valores mobiliários: num primeiro momento, o propósito é o de descrever em detalhe estas complexas *cadeias de titularidade* tal como elas se desenvolvem no mercado mobiliário (§9.2.2), para logo depois avançar para o respetivo enquadramento jurídico, ensaiando a sua recondução à categoria da titularidade fiduciária com fins de

gestão (§9.3). Fica desde já feita a advertência: aquela descrição dos casos de titularidade indireta de valores mobiliários é propositadamente longa e detalhada, o que porém se revela indispensável para uma cabal apreensão dos contornos destas práticas de mercado, e para a sua subsequente qualificação jurídica.

XI. Aí chegados, será bem evidente como este fenómeno da titularidade indireta de valores mobiliários atua como catalisador do já aludido *risco de intermediação*, por assentar no reconhecimento, ao intermediário financeiro, de uma posição jurídica plena sobre os valores mobiliários que constituem o objeto das poupanças e investimentos dos seus clientes. Será tempo então de enfrentar os problemas fundamentais radicados na *esfera externa* daquela relação fiduciária: o problema da *insolvência* do intermediário financeiro/fiduciário e, portanto, da determinação do *estatuto jurídico* a que ficam sujeitos os valores mobiliários que constituem o património fiduciário; e o problema dos *atos de disposição disfuncionais*, aqueles que implicam a alienação ou oneração daqueles valores mobiliários a favor de terceiro, em violação do programa contratual estipulado entre investidor e intermediário financeiro.

Situada a discussão nesse plano, é inevitável a *tensão* entre as conclusões formuladas a respeito do direito comum (capítulo II) e a cada vez mais complexa malha normativa que regula as atuação dos intermediários financeiros. A chamada *salvaguarda dos bens de clientes* constitui uma peça central da disciplina da intermediação financeira, objeto de intenso desenvolvimento e harmonização no quadro do direito da União Europeia. Aquele objetivo normativo, fundado mais amplamente em preocupações com o regular funcionamento do mercado, é prosseguido através da imposição de um conjunto detalhado de deveres de segregação patrimonial e de abstenção de utilização dos ativos confiados pelos investidores, mas também através da consagração de coordenadas gerais relacionadas com a resolução, *ex ante*, do potencial conflito de interesses entre investidores, intermediários financeiros e terceiros. A resposta definitiva aos problemas enunciados exigirá, portanto, que se determine com rigor a relação que a seu respeito se estabelece entre direito geral e direito especial.

Assim enquadrado o âmbito do pretendido estudo, o percurso terá início, como não pode deixar de ser, com a descrição do quadro normativo, nacional e europeu, que, no âmbito da disciplina da intermediação financeira, visa assegurar a proteção dos *patrimónios*

de investimento de clientes (§10.1), aferindo se e em que medida ele se projeta — direta ou reflexamente — no conteúdo da relação contratual que se estabelece entre intermediário financeiro e investidor (§10.2). Só depois se avançará para o problema da proteção do acervo fiduciário num cenário de insolvência do intermediário financeiro (§11.º), e, de seguida, para o dos atos de disposição em violação do vínculo fiduciário (§12.º). Como já anunciado, só lateralmente — e à superfície — serão tratados os problemas de direito conflitual suscitados pelas cadeias de titularidade indireta de valores mobiliários transfronteiriças.

XII. A titularidade indireta de valores mobiliários está também na génese de outros problemas jurídicos, não menos complexos e porventura ainda menos explorados. Estes prendem-se com o exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários, *maxime* o direito de voto, discutindo-se os mecanismos idóneos para, nestas cadeias de intermediação que separam — também juridicamente — investidor e emitente, assegurar a participação direta do investidor/fiduciante ou, pelo menos, assegurar o respeito pela sua vontade. Tomada na sua globalidade, esta problemática extravasa o âmbito restrito da relação entre intermediário financeiro, investidor e certas categorias de terceiros; na dimensão externa da relação fiduciária movimentam-se agora, também, os interesses conflitantes da sociedade emitente e dos demais sócios. Por outro lado, a circunstância de a atuação fiduciária ter como objeto eventual ações negociadas em mercado regulamentado convoca a aplicação de uma camada normativa adicional, relacionada com a transparência das participações sociais em sociedade aberta e que encontra na titularidade fiduciária de valores mobiliários um campo de aplicação privilegiado. O tratamento de todas estas matérias importaria, como se percebe, um alargamento incomportável do escopo de um estudo, que já se adivinha longo; e implicaria avançar por campos fulcrais do direito societário, tarefa que se afasta do propósito central desta dissertação. Ainda assim, pela sua relevância prática, mas essencialmente por serem domínios em que a lei reconhece e regula situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários — em regimes que denotam um inequívoco alcance dogmático —, esta dissertação termina com algumas linhas dedicadas ao tema do exercício e imputação de direitos de voto inerentes a *ações cotadas* integradas em cadeias de intermediação (§13.º).

CAPÍTULO I

O NEGÓCIO FIDUCIÁRIO: ORIGENS, EVOLUÇÃO DOGMÁTICA E NOÇÃO

§1.º Da *fiducia* romana às construções modernas do negócio fiduciário em alguns direitos continentais; o (*express*) *trust* do direito inglês e a sua suposta *singularidade*; a fidúcia na tradição jurídica portuguesa

1.1 A *fiducia* romana e a sua *redescoberta* na pandectística tardia

I. É ao direito romano que remontam a inspiração e bases do negócio fiduciário¹. A *iurisprudentia* romana desenvolveu a *fiducia*², operação jurídica através da qual, na prossecução de fins diversos, se transmitia de forma plena uma *res* para um sujeito — o fiduciário — que se obrigava a usá-la por conta e no interesse de outro sujeito — o fiduciante — e, por regra, a retransmiti-la a este no final da vigência do acordo, ou uma vez atingido o propósito definido³. De um prisma estrutural, a fidúcia romana assentava em dois atos jurídicos distintos: um negócio abstrato e formal de transmissão da propriedade, tipicamente sob a forma de uma *mancipatio*⁴; e uma convenção cujo propósito era o de

¹ Não é certa, na literatura, a identificação dos períodos que marcaram a origem e evolução da fidúcia romana; alguns autores referem a época clássica (cf., aparentemente neste sentido, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 255), embora seja mais comum a sua recondução à época arcaica, por volta do séc. IV a.C. (cf., por todos, SANTOS JUSTO, *Direito Privado Romano*, II, p. 39). A figura terá depois conhecido o seu apogeu na época clássica (DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 80), começando a perder relevância no início da época pós-clássica, como resultado do progressivo desaparecimento dos modos de transmissão da propriedade a que estava associada (assim, COING, *Treuhand*, p. 12), bem como do surgimento de novos tipos contratuais, em especial o comodato e o depósito. A *fiducia* desapareceu no tempo do direito Justiniano, não sendo objeto de referência nos textos do Digesto (cf., por exemplo, WITZ, *La fiducie*, pp. 21 ss.).

² Que etimologicamente significa confiança — cf. VIEIRA CURA, “A «fiducia» romana”, p. 172, nota 5.

³ Apesar de o direito romano conhecer modos de atuação fiduciária em que não era imperativa a restituição da coisa ao fiduciante, o modelo-base da *fiducia* pressupõe esta ideia de *dar a fim de recuperar* (*mancipio dare ut remancipetur*).

⁴ Neste sentido, cf., por exemplo, KASER, *Direito Privado Romano*, p. 148 — notando a sua natureza formal e abstrata, porque independente da validade da relação jurídica causal que lhe é subjacente — e, especificamente na doutrina que trata o negócio fiduciário, COING, *Treuhand*, p. 11 e GARRIGUES, *Negocios Fiduciarios*, p. 16. A *mancipatio* consistia num ato formal usado para transmitir um poder jurídico pleno e absoluto (*dominium*) sobre um certo bem (por todos, KASER, *Direito Privado Romano*, pp. 64 ss. e pp. 148 ss.). Alguma doutrina aponta, por outro lado, que o ato transmissivo em que assentava a fidúcia podia igualmente consistir numa *in iure cessio* (por exemplo, SANTOS JUSTO, *Direito Privado Romano*, II, p. 38 e p. 167), ato formal e

vincular o fiduciário, e novo proprietário da coisa, a atuar por conta e no interesse do fiduciante — o chamado *pactum fiduciae*⁵. Deste instrumento emergia também o dever de o fiduciário *devolver* o bem da *fiducia* ao fiduciante (ou a terceiro por este designado) e que, em caso de infidelidade — especificamente, em caso de recusa do fiduciário na retransmissão da *res* —, constituía o fundamento para uma ação pessoal contra o fiduciário⁶. Uma vez cumprida a finalidade da relação fiduciária, ou cessada esta nos termos acordados, a restituição do bem fiduciário ao fiduciante não operava, na *fiducia* romana, de forma automática, dependendo de nova manifestação de vontade pelo fiduciário⁷. Apesar desta

abstrato idóneo para a transmissão de coisas de qualquer espécie cujos efeitos dependiam já da intervenção do pretor (KASER, *Direito Privado Romano*, pp. 67 ss.); contra, VIEIRA CURA, “A «fiducia» romana”, pp. 182 ss. Na literatura, é ainda notado que, consoante a finalidade para que fosse empregue, a *mancipatio* não revestia sempre as mesmas características; quando utilizada como fonte de uma relação fiduciária, aquele ato apresentaria um conteúdo particular e produziria efeitos específicos, relacionados designadamente com a imposição, ao fiduciário, do aludido dever de retransmissão da *res* ao fiduciante (assim, DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 109 ss.).

⁵ É na literatura debatido se, como nota SANTOS JUSTO, *Direito Privado Romano*, II, pp. 38-39, este ato não formal através do qual o fiduciário se vinculava a atuar por conta do fiduciante (*pactum fiduciae*) era inserido no próprio ato formal de transmissão da propriedade para o fiduciário (*mancipatio fiduciae causa*), ou se funcionava separadamente, embora realizado no mesmo momento. Aponta a natureza complexa da estrutura da *fiducia*, VIEIRA CURA, “A «fiducia» romana”, p. 176, com abundantes referência bibliográficas, concluindo que o *pactum fiduciae* não se encontrava incorporado no ato formal de transmissão da propriedade, valendo antes como *pactum adiectum*, i.e. uma convenção adjunta a um negócio principal (*id.*, pp. 181-182). Esta discussão encontra ressonâncias bem recentes, designadamente nos direitos italiano, suíço ou português, onde se debateu, em torno da problemática da validade do negócio fiduciário, a sua natureza ou *complexa*, porque composta por atos jurídicos que, embora entrelaçados, são na realidade autónomos, ou *unitária*, constituindo aquela vinculação pessoal do fiduciário um elemento do conteúdo do negócio indissociável da transmissão da propriedade da *res*. Notando a atualidade deste debate, referindo-se aos direitos alemão e suíço, DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 89. Outra demonstração da proximidade estrutural entre esta configuração da *fiducia* romana e a atual conceção do negócio fiduciário, em particular nos direitos codificados, é a circunstância de a dicotomia exposta no texto — a justaposição de um ato formal destinado à transmissão da *res* e de um ato não formal que produz efeitos *pessoais* de vinculação do fiduciário — ser plenamente espelhada numa outra que, de forma transversal, é utilizada na atual dogmática do direito fiduciário. Trata-se da referência ao elemento real do negócio fiduciário, que concretiza a transmissão da propriedade do bem fiduciário para o fiduciário, e o elemento obrigacional, que, por seu turno, se refere à vinculação obrigacional (de fonte normalmente contratual) a que se sujeita o fiduciário na vigência da relação. Isso mesmo será patente mais adiante, em particular no percurso juscomparativo, a encetar no próximo capítulo. Veja-se, a este respeito, a decomposição proposta por MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 259, assente nesta dicotomia.

⁶ Cf. COING, *Treuhand*, p. 11. KASER, *Direito Privado Romano*, p. 149 e pp. 181 ss., nota a natureza obrigacional desta *actio fiduciae* (i.e., correspondia a uma *actio in personam* e não *in rem*), destinada a garantir que o fiduciário trata a coisa conforme o pacto de *fiducia* e não prejudica o fiduciante. Por seu turno, ERBE, *Die fiduzia*, p. 86, constata que a *actio* sobre o fiduciário não tinha como objeto imediato a restituição da coisa — uma espécie de execução específica do *pactum fiduciae* —, mas antes o ressarcimento de danos pela sua não restituição pelo fiduciário. Sobre esta distinção entre *actio in rem* e *actio in personam*, ver, por todos, SANTOS JUSTO, *Direito Privado Romano*, I, pp. 239 ss. Por sua vez, ao fiduciário cabia a chamada *actio fiduciae contraria*, destinada ao ressarcimento dos gastos incorridos durante a relação fiduciária (cf. SANTOS JUSTO, *Direito Privado Romano*, II, p. 182).

⁷ Assim, VIEIRA CURA, “A «fiducia» romana”, pp. 186-187, escrevendo a respeito da *fiducia cum creditore*. Ainda que disputada por alguns autores, é predominante na doutrina a defesa da natureza contratual da *fiducia* romana, por envolver necessariamente um acordo de vontades e constituir uma fonte de obrigações (cf., por todos, *id.*, “A «fiducia» romana”, pp. 183 ss.).

transmissão da propriedade da *res* para o fiduciário, não eram inexistentes prerrogativas do fiduciante oponíveis a terceiros⁸, ainda que, como é apontado na literatura, não seja possível extrair das fontes, com certeza, critérios normativos destinados a tutelar o fiduciante perante terceiros, por exemplo quando o fiduciário alienasse a *res* ilicitamente⁹.

Já de um prisma funcional, era reconhecida a aptidão da fidúcia para a prossecução de múltiplas finalidades, sendo por isso objeto de diversas concretizações e de aplicação nos mais diversos tipos de relações jurídicas privadas¹⁰. De resto, a consolidação da figura é explicada pela sua capacidade para responder a necessidades do comércio jurídico relacionadas, em especial, com a incerteza em torno dos modelos de representação direta e com a inexistência de garantias reais sem desapossamento¹¹. Foi esta polifuncionalidade do negócio fiduciário que esteve na base da distinção fundamental, que ficou do direito romano, entre a chamada *fiducia cum creditore*, relacionada com a alienação de bens e garantia¹², e a *fiducia cum amico*, que envolvia a gestão de bens por conta alheia¹³ e que

⁸ DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 209 ss. e pp. 267-268, nota que o fiduciante mantinha um poder de disposição limitado sobre o bem fiduciário, não obstante a *mancipatio* e consequente transmissão de titularidade, em particular na *fiducia cum creditore* e quando tal fosse compatível com os objetivos das partes; o autor refere também a faculdade reconhecida ao fiduciante para intentar ações destinadas a proteger o bem fiduciário. É isto que leva o autor, afastando-se da doutrina maioritária, a qualificar a fidúcia romana como uma forma de propriedade partilhada, de dupla titularidade jurídica, dissociando o poder jurídico sobre a *res*, de um lado, e o direito à coisa, de outro; o fiduciário seria o titular formal, ao passo que o fiduciante seria o titular económico ou substancial (*id.*, pp. 268-269).

⁹ Assim, por exemplo, JOHNSTON, “Trust and trust-like devices in Roman Law”, p. 52.

¹⁰ Acerca das múltiplas aplicações e concretizações da fidúcia no direito romano, cf. ERBE, *Die fiduzia*, pp. 12 ss.; APATHY, “Die Treuhand aus rechtshistorischer Sicht”; entre nós, veja-se o aprofundado estudo de VIEIRA CURA, “Fiducia cum creditore (aspectos gerais)”, pp. 33 ss.

¹¹ Cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 7-8.

¹² A transmissão da *res* visava, nesta hipótese, a garantia de uma *obligatio*, obviando a falta de outros instrumentos jurídicos com um efeito menos excessivo, constituindo a *fiducia cum creditore* o mais antigo exemplo de garantia real (cf. SANTOS JUSTO, *Direito Privado Romano*, II, p. 167). Uma vez cumprida a obrigação (através da *solutio* ou da *satisfacio*), o fiduciário era obrigado a restituir a propriedade ao garante/fiduciante — cf. VIEIRA CURA, “A «fiducia» romana”, p. 176). Não impondo o desapossamento da *res* dada em garantia (KASER, *Direito Privado Romano*, pp. 180 ss.), esta figura surgiu como resposta a necessidades do tráfego, uma vez que a titularidade plena do bem fiduciário conferia ao credor/fiduciário proteção face à agressão da parte de outros credores do devedor/fiduciante, bem como de atos de disposição praticados por este, com resultado na dissipação dos bens passíveis de responder pela suas dívidas. Mesmo sendo salvaguardada a posição do fiduciante nos casos em que o valor do bem fosse superior ao da *obligatio* garantida (FERNÁNDEZ DE BUJAN, *Derecho Privado Romano*, pp. 362-363), este efeito foi sendo progressivamente considerado excessivo, face ao fim de garantia prosseguido pelas partes, colocando o devedor/fiduciante numa posição de sujeição face a eventuais incumprimentos da parte do novo titular da *res*. No direito Justiniano, a *fiducia cum creditore* foi substituída pelo *pignus*, instituto precursor do atual penhor de créditos (VIEIRA CURA, “Fiducia cum creditore (aspectos gerais)”, p. 150 e pp. 174 ss.).

¹³ Com aplicação no direito civil e comercial, por exemplo para a constituição de um *depositum* ou de um *commodatum*, sendo a *res* transferida para a esfera do fiduciário para que este a guardasse ou a usasse, vinculando-se porém a devolvê-la ao fiduciante nos termos acordados; no direito da família, permitindo a emancipação de um *filius familias* (assim, SANTOS JUSTO, *Direito Privado Romano*, II, p. 40; VIEIRA CURA, “Fiducia cum creditore (aspectos gerais)”, pp. 40 ss.); ou no direito das sucessões, funcionado como instrumento para

encontrou no domínio sucessório um campo de aplicação paradigmático¹⁴. Esta distinção permanece atual na dogmática do negócio fiduciário, sendo quase sempre o ponto de partida para a categorização e estudo da figura, assumindo um papel de sistematização, mas com inequívoco alcance normativo¹⁵.

Basta esta descrição sumária para apreender, na sua essência, o instituto da fidúcia romana: esta implicava, independentemente da discussão em torno da sua natureza unitária ou composta¹⁶, a criação de um modelo de interposição de pessoa, com fins gestórios ou de garantia, através da combinação de um *efeito real* — *i.e.* a transmissão da *res* (por regra, do fiduciante) para o fiduciário — e de um *efeito pessoal* — *i.e.* a vinculação do fiduciário a atuar, por referência ao património da fidúcia e nos termos em concreto acordados no *pactum fiduciae*, no interesse do fiduciante¹⁷. Esta figura do direito romano consubstancia,

operar uma transmissão de uma *res* a um fiduciário, que se comprometia a doá-la graciosamente a um terceiro, voltando porém para a esfera do doador caso o donatário/fiduciário falecesse em primeiro lugar — cf. COING, *Treuhand*, p. 12; VIEIRA CURA, “Fiducia cum creditore (aspectos gerais)”, pp. 51 ss.). É igualmente apontado na literatura que a *fiducia cum amico* tinha subjacente, por regra, uma preocupação com a segurança dos bens confiados ao fiduciário e, portanto, a ideia de que eles estariam mais protegidos se entregues a este do que permanecendo com o seu proprietário original. Era, por exemplo, comum a transmissão fiduciária de bens para gestão pelo fiduciário em contextos políticos turbulentos (cf. FERNÁNDEZ DE BUJAN, *Derecho Privado Romano*, p. 363), ou também em situações em que o fiduciante partia para a guerra ou para uma viagem longa (cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 85).

¹⁴ O recurso à *fiducia* no domínio sucessório, em particular em situações de incapacidade sucessória, consolidou-se com a criação e reconhecimento do *fideicommissum*, figura destinada à transmissão de propriedade por morte assente numa relação tripartida, em que o *fideicomitente* deixa ao *fiduciário* um determinado acervo patrimonial, que este deve entregar ao fideicomissário; sobre a figura, por exemplo, JOHNSTON, *The Roman Law of Trusts*, pp. 22 ss., e “Trust and trust-like devices in Roman Law”, pp. 45-46); e GRETTON, “Trusts”, pp. 490-491. Como na fidúcia, a posição do beneficiário reveste natureza obrigacional (assim, KASER, *Direito Privado Romano*, pp. 420 ss.), pelo que é titular de direitos *in personam* contra o fiduciário, ainda que lhe fosse reconhecida tutela perante os credores gerais do fiduciário na insolvência deste — neste sentido, JOHNSTON, “Trust and trust-like devices in Roman Law”, pp. 50 ss. e p. 56, notando adicionalmente que, sendo anómala no quadro da arrumação das *actiones* típicas do direito romano, a posição obrigacional de que o beneficiário era titular poderia, em determinados contextos, ser oponível também a terceiros, exceto terceiros de boa fé (também em JOHNSTON, *The Roman Law of Trusts*, pp. 234 ss.). As semelhanças entre o fideicomisso e a fidúcia romana, sendo evidentes de um prisma funcional, já não o eram de uma perspetiva estrutural, funcionando o fideicomisso exclusivamente como modo de transmissão *mortis causa* e com base num ato de vontade unilateral e não, portanto, num contrato — cf. WITZ, *La fiducie*, p. 27.

¹⁵ O papel central desta dicotomia é reconhecida nas duas obras fundadoras da moderna dogmática germânica do direito fiduciário; a de SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 34 ss., e a de COING, *Treuhand*, pp. 11 ss. (sobre estas, cf. §1.2). HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 37, nota que esta distinção está na base de uma outra arrumação comum, que é a que separa a chamada fidúcia em proveito próprio (*eigennützige Treuhand*) e a fidúcia em proveito alheio (*fremdnützige Treuhand*), e a que ainda nestas páginas introdutórias se fará referência. Na literatura portuguesa, aquela dicotomia vem referida também em SANTOS JUSTO, *Direito Privado Romano*, II, pp. 38 ss.; e MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 255.

¹⁶ Por exemplo DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 266, depois de um aprofundado estudo das fontes, centrado na *fiducia cum amico*, conclui que a fidúcia romana não assenta em dois atos jurídicos distinto — um destinado à transmissão da titularidade, outro à vinculação do fiduciário — mas numa só *mancipatio (fidei) fiduciae causa*, apta porém a produzir efeitos tanto um plano *jusreal* como *jusobligacional*.

¹⁷ Cf. JOHNSTON, “Trust and trust-like devices in Roman Law”, p. 52, conclui que a *fiducia* romana não atribuíra ao fiduciante um qualquer “*real right (...) on the thing*”.

por isso, a gênese de um modelo de atuação caracterizado pela titularidade de direitos em nome próprio, mas cujo exercício era pautado pela prossecução de um interesse alheio¹⁸, sem que ao titular coubesse — e era particularmente assim na *fiducia cum amico* — um qualquer interesse económico sobre a *res*, exceto a que derivava da eventual remuneração auferida¹⁹.

II. A verdade é que este impacto da *fiducia* romana na construção da moderna dogmática fiduciária²⁰ — que ficará bem patente nas páginas seguintes — não correspondeu a um processo contínuo²¹. Sendo reconhecidas marcas suas nalguns institutos medievais²²,

¹⁸ Na sua gênese, a fidúcia romana apresenta, nas palavras de JOHNSTON, “Trust and trust-like devices in Roman Law”, p. 52, uma dissociação entre “*title and interest in a thing*”.

¹⁹ Daí que, escrevendo sobre a *fiducia*, alguns autores se refiram ao fiduciante como um *proprietário em sentido económico*; assim, por exemplo, APATHY, “Die Treuhand aus rechtshistorischer Sicht”, p. 11.

²⁰ Sobre a projeção da fidúcia romana no direito alemão, por todos, KASER/KNÜTEL, *Römisches Privatrecht*, pp. 162 ss.; e SCHERNER, “Formen der Treuhand”, pp. 237 ss.; a familiaridade entre a fidúcia romana e o moderno negócio fiduciário é também reconhecida por COING, *Treuhand*, p. 13, especificamente para os direitos germânicos, mas também para os de inspiração francesa. É interessante assinalar, de resto, que a relevância da *fiducia* romana enquanto fonte de inspiração do atual negócio fiduciário não se limita à literatura dos países de *civil law*, sendo comum na doutrina juscomparativa ou mesmo inglesa (e escocesa) a recondução do *trust* à *fiducia* e do fideicomisso — neste sentido, cf. JOHNSTON, *The Roman Law of Trusts*, pp. 285 ss., e “Trust and trust-like devices in Roman Law”, pp. 51 ss.; HELMOLZ/ZIMMERMANN, “Views of ‘Trust and Treuhand’”, pp. 27 ss., e, na perspectiva de um *mixed legal system*, DE WALL/PAISLEY, “Trusts”, p. 821. Entre nós, sustentando a recondução do modelo básico do *trust* às figuras romanas da fidúcia e principalmente do fideicomisso, veja-se o texto de M. SANTOS SILVA, “O *trust* no Quadro Comum de Referência para o Direito Privado Europeu”, pp. 814 ss.

²¹ Até à receção do direito romano no ordenamento germânico (cf., por todos, WIEACKER, *História do Direito Privado Moderno*, pp. 97 ss.), processo que, por sua vez, contribuiu decisivamente para o desenvolvimento da moderna teoria do negócio fiduciário (MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 257, lembra que a “fidúcia foi acolhida no moderno Direito alemão através da pandectística tardia”), a tradição jurídica continental conheceu outras manifestações de fenómenos fiduciários, caracterizados também pela aludida dissociação entre *propriedade* e *interesse* (veja-se, por exemplo, o percurso levado a cabo por VAN RHEE, “Trusts, Trust-like Concepts and *Ius Comune*”, pp. 453 ss., por diversas manifestações históricas do fenómeno fiduciário, assinalando, designadamente, a influência da certos institutos europeus (a *fiducia*, o *Salman*) no desenvolvimento dos *uses* e do *trust* anglo-americanos). Não cabe aqui um percurso por todas ou sequer algumas dessas manifestações, justificando-se esta referência breve à fidúcia romana por serem nesta usualmente encontradas as origens mais remotas da atual dogmática do negócio fiduciário, na qual são inequívocas, como se vem sugerindo, vestígios daquele instituto romano. Uma perspectiva histórica dos modos de atuação fiduciários, partindo da *fiducia* de Roma até ao séc. XX, está presente na importante obra organizada por RICHARD HELMOLZ e REINHARD ZIMMERMANN, *Itinera Fiduciae — “Trust and Treuhand” in Historical Perspective*, de 1998, destacando-se, especificamente de uma perspectiva continental, os textos de SCHERNER, “Formen der Treuhand im alten deutschen Recht”, pp. 237 ss.; GRAZIADEI, “The development of Fiducia in Italian and French Law from the 14th Century to the End of the Ancien Regime”, pp. 327 ss., bem como a abordagem histórica geral oferecida por HELMOLZ/ZIMMERMANN, “Views of ‘Trust and Treuhand’: An Introduction”, pp. 27 ss.

²² Não se pretende, nestas páginas, oferecer uma perspectiva histórica completa e detalhada dos fenómenos de atuação fiduciária, desde as origens romanas até ao nosso tempo. Não deve, todavia, deixar de ser assinalada a relevância de certos *trust-like devices* nalguns direitos medievais (cf. HELMOLZ/ZIMMERMANN, “Views of ‘Trust and Treuhand’”, p. 41), de resto bem documentada na literatura jurídica estrangeira. É comumente sublinhada essa relevância no domínio do direito das sucessões, especificamente no contexto da execução testamentária, para fins tão variados como assegurar a transmissão de bens a sujeitos sem capacidade sucessória (filhos ilegítimos, por exemplo), evitar os constrangimentos do regime da *tutela*, beneficiando o

só com a pandectística tardia²³, e no quadro metodológico que marcou essa época, se dá uma verdadeira redescoberta da *fiducia* romana. Fundamentais para esse efeito foram, como é amplamente reconhecido, os trabalhos de REGELSDERGER e SCHULTZE.

Partindo da análise de um conjunto de negócios existentes no tráfego, assentes na transmissão de propriedade com fins de garantia²⁴, o primeiro autor veio rejeitar a recondução — então dominante — destes modelos contratuais à categoria dos negócios simulados²⁵, enquadrando-os antes numa categoria autónoma que designou por negócio fiduciário (*fiduziarisches Geschäft*)²⁶. Esta categoria seria caracterizada pela combinação entre um *efeito real* e um *efeito obrigacional*, daí surgindo a ideia de desproporção ou excesso entre fim e meio (*“Miisverhältnis zwischen Zweck und Mittel”*)²⁷, que se consolidou na literatura como um traço caracterizador do fenómeno fiduciário. É também assinalado o papel fundamental de SCHULTZE para o enquadramento dogmático do negócio fiduciário na viragem do séc. XIX para o séc. XX, por altura da publicação do BGB. É a este autor atribuída a definição de fiduciário (*Treuhänder*) como “aquele que recebe um direito enquanto direito

cônjuge, mas também para assegurar proteção face a credores do beneficiário (cf., para o direito italiano e francês, GRAZIADEI, “The development of Fiducia in Italian and French Law”, pp. 327 ss.; e, com foco no direito alemão, ZIMMERMANN, “Heres fiduciarius? — Rise and fall of the Testamentary Executor”, pp. 275 ss.). Neste quadro, é reconhecido que as manifestações de atuação fiduciária no *ius comune* encontram as suas fontes precisamente no instituto da *fiducia* romana (GRAZIADEI, “The development of Fiducia in Italian and French Law”, pp. 331 ss.). No direito canónico, por seu turno, deu-se o alargamento dos modos de atuação fiduciária para o domínio da administração de bens eclesiais, favorecendo a consolidação do património das instituições clericais e a sua separação dos membros do clero (cf. HERMAN, “The canonical Conception of the Trust”, pp. 86 ss., notando, também aqui, a indelével influência do direito romano — cf. p. 96 ss.). Já no espaço jurídico alemão, é bem conhecido o instituto do *Salmannschaft* (por todos, COING, *Treuhand*, p. 15; SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 47 ss.; e, numa perspetiva juscomparativa, VAN RHEE, “Trusts, Trust-like Concepts and Ius Comune”, pp. 460 ss.), assente precisamente na transmissão de um objeto a um intermediário (*Mittelsmann*), que se encontrava obrigado a retransferi-lo verificados os pressupostos acordados (tipicamente aos herdeiros do transmitente originário). Ao contrário do que sucedia na fidúcia romana, estas manifestações não assentavam sempre no reconhecimento de uma posição plena ao *fiduciário*, atribuindo ao fiduciante pretensões genericamente oponíveis a terceiros. Na literatura portuguesa, esta figura é referida por MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 256, ORLANDO DE CARVALHO, *Negócio jurídico indirecto*, pp. 98 ss., e, com maior detalhe, por PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 35 ss., autor que assinala o “especial apelo à confiança na outra parte” como elemento característico.

²³ Em particular no último quartel do séc. XIX (cf. COING, *Treuhand*, p. 28).

²⁴ Essencialmente, como nota COING, *Treuhand*, p. 29, estava em causa o enquadramento dogmático de negócios socialmente tipificados, como a cessão de créditos (*Sicherungsseztion*) e alienação fiduciária em garantia (*Sicherungsüberignung*).

²⁵ Cf. REGELSDERGER, “Zwei Beiträge”, pp. 172 ss.

²⁶ A distinção assentava, para o autor, na circunstância de no negócio fiduciário a transmissão da propriedade sobre o bem fiduciário constituir um efeito jurídico efetivamente pretendido pelas partes (cf. REGELSDERGER, “Zwei Beiträge”, pp. 172-173), consistindo aquele — nas palavras de COING, *Treuhand*, p. 36 — num negócio jurídico genuíno (*ernstgemeintes Geschäft*). Para uma síntese completa do argumentário que conduziu à recusa de recondução do negócio fiduciário à categoria dos negócios simulados, ver COING, *Treuhand*, pp. 34 ss., e, recentemente, LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 13 ss., e HOFER, “Treuhandtheorien”, pp. 389 ss.

²⁷ E entre *resultado jurídico* e *intenção económica* (cf. REGELSDERGER, “Zwei Beiträge”, pp. 172).

próprio, com o objetivo embora de não o exercer no seu interesse mas no de fiduciante ou de um terceiro beneficiário”²⁸, fórmula que, com maiores ou menores variações, não mais saiu do léxico jurídico²⁹. Como se verá já de seguida, foi ampla a aceitação, nos tribunais e na literatura, das construções de REGELSBERGER e SCHULTZE, mas também de outros autores contemporâneos, tendo sido então lançadas as bases para um debate que, atravessando diversas gerações de juristas no séc. XX e ecoando noutros ordenamentos, se encontra ainda hoje em curso.

1.2 O negócio fiduciário nalguns direitos europeus: a (*fiduziarische*) *Treuhand* como modelo de atuação fiduciária no direito alemão; fidúcia e mandato sem representação nos direitos italiano e suíço; o (*express*) *trust* do direito inglês e a sua *comparabilidade* com o negócio fiduciário dos sistemas de *civil law*

I. A ausência de uma disciplina legal abrangente do negócio fiduciário não é sintoma de uma suposta irrelevância do fenómeno fiduciário no ordenamento alemão, por contraposição ao que sucederia, designadamente, nos sistemas de *common law*. Pelo contrário, a importância do instituto *alastra por todas as áreas económicas*³⁰, fruto da sua aptidão para prosseguir as mais diversas finalidades e oferecer resposta múltiplas necessidades do tráfego, colmatando as insuficiências dos modelos contratuais tipificados na lei³¹. Esta relevância do fenómeno fiduciário foi sendo acompanhada — e mesmo

²⁸ Cf. SCHULTZE, “*Treuhänder*”, p. 1.

²⁹ Cf. SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 10, n. 14.

³⁰ Cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 39, que considera inapropriado o “emudecimento do legislador” na regulação do negócio fiduciário, não apenas por este ser um instituto com tradição no direito germânico, mas essencialmente pela sua significativa disseminação no tráfego jurídico. Sobre as múltiplas aplicações do negócio fiduciário na *praxis* jurídica, cf., por exemplo, COING, *Treuhand*, pp. 54 ss.

³¹ Na literatura mais recente, isso mesmo é apontado, por exemplo, por BITTER, *Rechtsträgerschaft für fremde Rechnung*, pp. 2 ss. À semelhança do que sucedeu noutros direitos continentais, a crescente popularidade dos mecanismos fiduciários do espaço jurídico germânico, que se manifestou tanto em áreas clássicas do direito civil como em novas figuras do direito comercial, surgiu essencialmente como reação à ausência de institutos jurídicos feitos à medida das necessidades de um tráfego cada vez mais sofisticado (assim, WESTERMANN, *Sachenrecht*, pp. 16-17). Tornou-se comum a adoção de modelos contratuais que, para a prossecução unicamente de propósitos de gestão ou de garantia, envolvem a transmissão de direitos plenos — na maioria das vezes, direito de propriedade. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 45, nota, por exemplo, a impossibilidade de constituição de penhor sem transmissão da posse do bem onerado como causa da ampla difusão da alienação fiduciária em garantia, bem como a inexistência de mecanismos adequados para a gestão de patrimónios como fator decisivo para a disseminação da chamada *Verwaltungstreuhand*. Sobre a relevância

fomentada — tanto pelo desenvolvimento jurisprudencial do direito fiduciário alemão, como por um aceso debate doutrinal³², que permanece hoje bem vivo e que, centrado em aspetos de regime, não prescinde de uma delimitação rigorosa do(s) conceito(s) de negócio fiduciário³³. Na esteira daquela receção da *fiducia* romana durante a fase final da pandectística, as bases da atual discussão em torno do negócio fiduciário foram consolidadas na década de 1930³⁴, em particular com a publicação do monumental trabalho de SIEBERT³⁵. Desde então, o tema permaneceu sob a atenção dos juristas alemães, podendo dizer-se que, depois de uma outra época de significativo desenvolvimento nas décadas de 1960-70³⁶, marcada por um acentuado pendor juscomparativo³⁷, a *Treuhand* permanece hoje tão ou mais controversa do que no tempo dos trabalhos fundadores de REGELSBERGER, SCHULTZE e SIEBERT³⁸.

do fenómeno fiduciário no domínio da *Vermögensverwaltung*, BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, pp. 52 ss. e pp. 244 ss.; e EINSELE, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, pp. 436 ss. e 451 ss.

³² Veremos adiante que este desenvolvimento doutrinal foi, em grande medida, uma resposta a decisões jurisprudenciais *fraturantes*. Na verdade, o aceso debate na literatura, que perdurou ao longo do séc. XX e ainda hoje permanece em aberto, assumiu — muitas vezes de forma expressa — o propósito de oferecer um enquadramento dogmático e conforme aos princípios do sistema de direito civil a tendências jurisprudenciais que, embora consolidadas, eram mais motivadas por fins de justiça e de equidade, do que por preocupações conceptuais ou de consistência dogmática. Sobre este ponto, detalhadamente, cf. §3.1.

³³ Cf. GERNHUBER, “*Treuhand*”, p. 355, notando a ausência de um conceito unívoco de negócio fiduciário no direito alemão.

³⁴ Cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 40, nota 21, com citação exaustiva da mais relevante literatura publicada nesse tempo. O autor sublinha, como motivo para o acentuado interesse na *Treuhand* e consequente avanço científico neste domínio, a reunião 36. *Deutsche Juristentag* (*Empfiehl sich eine gesetzliche Regelung des Treuhänderverhältnisses?*”), que discutiu a eventual necessidade de uma regulação de direito civil das principais modalidades de negócio fiduciário, já então usadas no tráfego.

³⁵ Cf. SIEBERT, *Das Rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnis — Ein dogmatischer und rechtsvergleichender Beitrag zum allgemeinen Treuhandproblem*, de 1933.

³⁶ Em particular, com as obras de COING, *Die Treuhand kraft privaten Rechtsgeschäfts*, de 1973 e, já antes, de KÖTZ, *Trust und Treuhand — Eine rechtsvergleichende Darstellung des anglo-amerikanischen trust und funktionsverwandler Institute des deutschen Rechts*, de 1963.

³⁷ As obras citadas na nota anterior são disso mesmo exemplo paradigmático; nelas, as soluções propostas para o direito positivo alemão, em particular para os temas suscitados pela interseção de interesses de terceiros, são alicerçadas no estudo e, na medida do possível, na importação das coordenadas válidas nos direitos inglês e americano a respeito do *trust* (cf. §3.3). Além disso, é iniciado um percurso de aproximação entre o *trust* dos direitos inglês e americano às manifestações do negócio fiduciário nos direitos de matriz continental (cf. GRAZIADEI/MATTEI/SMITH, “*Commercial trusts in European private law*”, p. 10). A influência do direito comparado é também marcada, no direito italiano, nos estudos recentes de MAURIZIO LUPOI ou ANTONIO GAMBARO, a que serão adiante feitas também múltiplas referências (cf. §3.2).

³⁸ De resto, os primeiros anos deste século XXI viram surgir, no ordenamento alemão, pelo menos três dissertações de habilitação dedicadas à figura do negócio fiduciário, todas elas propondo construções dogmáticas distintas: a de BITTER, *Rechtsträgerschaft für fremde Rechnung*, de 2006, a de LÖHNIG, *Treuhand — Interessenwahrnehmung und Interessenkonflikte*, também de 2006, e a de GEIBEL, *Treuhandrecht als Gesellschaftsrecht*, de 2008. De resto, estas obras surgiram já na esteira do importante escrito de GRUNDMANN, *Die Treuhandvertrag insbesondere die werbende Treuhand*, de 1997.

Aspetos peculiares da tradição jurídica germânica, que encontram a sua razão de ser em manifestações históricas de fenómenos de natureza fiduciária e na sua particular conformação jurídica, estão na base de uma distinção amplamente difundida na literatura jurídica alemã — mas que se disseminou para outros ordenamentos de *civil law* — que contrapõe *fidúcia romanística* e *fidúcia germanística*³⁹. Interessa referi-la, até porque dessa dicotomia resulta uma delimitação fundamental do escopo da análise proposta. Em traços gerais, a *fidúcia romanística*, moldada na figura conhecida do direito romano e atrás descrita, é caracterizada pela transmissão para o fiduciário de um direito pleno e não condicionado, limitado embora pelo vínculo obrigacional nos termos do qual o fiduciário se obriga a exercer nos estritos limites do *pactum fiduciae* a posição jurídica (plena) em que é investido. Na *fidúcia germanística*, ao invés, a especial conformação de interesses subjacente ao negócio projeta-se mais intensamente na própria *anatomia* da relação jurídica: aquela posição jurídica do fiduciário face ao bem da fidúcia não é já plena e exclusiva, encontrando-se antes limitada por elementos estruturais que conferem ao fiduciante pretensões de natureza tendencialmente *real*⁴⁰. Assim sucede, por exemplo, quando a transmissão do bem fiduciário é sujeita a condição resolutiva⁴¹ ou quando a posição do fiduciário não configura um direito pleno e exclusivo sobre o bem fiduciário, que permanece ainda na esfera do fiduciante, mas apenas uma especial *legitimação* conferida para exercer certos poderes, sempre na prossecução de um interesse do fiduciante⁴².

Esta terminologia não deve, todavia, induzir no erro de que no direito alemão se tivesse feito, ou faça hoje, uso exclusivo da denominada fidúcia germânica. Não só assim não é, como a figura que mais ocupou os juristas germânicos, nos tribunais e na academia — a *fiduziarische Treuhand* —, é, na sua essência, reconduzível ao modelo descrito da fidúcia

³⁹ Citando apenas alguns nomes de referência, que assinalam esta distinção, cf. COING, *Treuhand*, pp. 11 ss.; classificação LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, pp. 846-847; SOERGEL/LEPTIEN, *prenot. §164*, p. 548 e pp. 556-557; SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 34 ss. e 44 ss.; na literatura italiana, JAEGER, *La separazione*, pp. 60 ss.; GAMBARO, “Trusts”, p. 449; entre nós, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 256, apontando-a como “referência obrigatória nas obras da especialidade”; PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 63 ss.

⁴⁰ Nestes termos, na literatura portuguesa, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 256.

⁴¹ Sobre esta modalidade da chamada *deutschrechtliche Treuhand*, cujo desenvolvimento coube a SCHULTZE, veja-se COING, *Treuhand*, p. 98, autor que nota ser comum a identificação do incumprimento dos deveres fiduciários pelo *Treuhand* como evento cuja verificação espolietaria a cessação da relação fiduciária e a consequente (re)transmissão automática do bem fiduciário para a esfera do *Treugeber*. Trata-se porém, ainda segundo o autor, de uma modalidade pouco comum na *praxis* jurídica, dada a complexidade e incerteza que são por ela geradas. Desenvolveram também este modelo da fidúcia germânica SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 44 ss. e pp. 213 ss. e, mais recentemente, SCHLOSSER, “Außenwirkungen”, pp. 684 ss.

⁴² Cf. SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 263 ss. e 298 ss.

romanística⁴³. Deste modo, a dogmática fiduciária atual apresenta, lado a lado, dois modelos paradigmáticos de atuação fiduciária, caracterizados em função da estrutura jurídica e efeitos típicos da relação que lhes está subjacente e que, em grande medida, são reconciliáveis com aquela dicotomia fundamental⁴⁴. De um lado, a *Vollrechtstreuhand* (ou *fiduziarische Treuhand*)⁴⁵, que tem como traços característicos a transmissão de um direito tendencialmente pleno e exclusivo para o fiduciário (o *Treuhänder*)⁴⁶, mas cujo exercício se encontra limitado por um acervo de deveres fiduciários de natureza obrigacional assumidos perante o fiduciante (o *Treugeber*), relacionados com o exercício da posição jurídica plena adquirida pelo fiduciário⁴⁷. De outro, a *Ermächtigungstreuhand*⁴⁸, desenvolvida no domínio

⁴³ Notando não serem imperativas as limitações de natureza estrutural na configuração da *fiduziarische Treuhand*, sendo admissível — e comum — no tráfego jurídico alemão a criação de negócios jurídicos fiduciários em que a transmissão de um direito tendencialmente pleno e exclusivo para o fiduciário não é acompanhada da estipulação daquelas limitações, por exemplo, BLAUROCK, “Opérations Fiduciaires”, pp. 223-224, e KÖTZ, “National Report for Germany”, p. 89. Na doutrina nacional, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, p. 44, nota 75.

⁴⁴ Ao lado desta distinção assente em elementos estruturais, são comuns na literatura outras arrumações dos modos de atuação fiduciária, baseadas, essencialmente, na respetiva forma de constituição e morfologia, de um lado, e nas finalidades prosseguidas, por outro. Exemplo incontornável é a distinção negócios fiduciários com fins de gestão ou com fins de garantia (cf., por todos, LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, pp. 845-846). Sobre a figura da *Sicherungsübertragung*, cujas particularidades não constituem objeto deste estudo, cf., por exemplo, WESTERMANN, *Sachenrecht*, pp. 340 ss. Paralela a esta distinção é a outra, que tem como critério distintivo a titularidade do interesse prosseguido pela relação fiduciária, entre a *fremdnützige Treuhand*, a que corresponde a fidúcia para gestão — uma vez que a relação fiduciária prossegue principalmente o interesse do fiduciante; e a *eigennützige Treuhand*, que, por sua vez, corresponde à categoria da fidúcia para garantia, uma vez que na génese da relação fiduciária está (também) a tutela de um interesse do fiduciário (sobre esta distinção, por todos, GERNHUBER, “Treuhand”, p. 357; SOERGEL/LEPTIEN, *prenot.* §164, p. 548). Reconduzível também a esta segunda categoria seria a chamada *Nutzungstreuhand*, na qual pertencem ao fiduciário os frutos provenientes do *Treugut* (HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 42). Outras distinções que, ao longo do tempo, se foram generalizando, ainda que nem sempre merecendo concordância plena por parte da doutrina — pelo menos quando ao regime jurídico aplicável — são as que contrapõem o negócio fiduciário em sentido próprio (*echte Treuhand*) e em sentido impróprio (*unechte Treuhand*), consoante o bem fiduciário seja transmitido ao fiduciário diretamente pelo fiduciante, no primeiro caso, ou por terceiro, no segundo (cf. STAUDINGER/MARTINEK, *prenot.* §662, p. 151); e a que contrapõe o negócio fiduciário aparente ao oculto (*offene Treuhand* e *verdeckte Treuhand*), consoante o vínculo fiduciário seja conhecido pelos terceiros que, por qualquer forma, acabem por interagir com a esfera jurídica da relação fiduciária. Esta distinção é relevante, como veremos adiante (cf. §3.1), para aquelas teorias que fazem depender da aparência da relação fiduciária as suas eventuais *externalidades*. Por fim, uma outra distinção aludida na doutrina, desta vez relacionada com o âmbito da esfera de interesses prosseguidos pela relação fiduciária, é a que contrapõe a *einseitigen Treuhand*, i.e. a relação fiduciária exclusivamente entre o fiduciário e o fiduciante; e a *doppelseitigen Treuhand*, na qual os interesses de outros sujeitos são também, a título principal ou acessório, prosseguidos (SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 20). Integra esta segunda categoria o negócio fiduciário que preveja um terceiro como beneficiário da atuação do fiduciário e em que, portanto, sejam seus os interesses por este prosseguidos através da sua posição de poder (cf. COING, *Treuhand*, p. 64). Genericamente sobre as diversas modalidades de negócio fiduciário presentes no tráfego jurídico alemão, a que aqui não se pôde fazer mais do que esta breve referência, ver, por exemplo, GERNHUBER, “Treuhand”, p. 357.

⁴⁵ Mas que, fruto da sua importância modelar, vem sendo designada simplesmente por *Treuhand*.

⁴⁶ Cf. LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 846; STAUDINGER/SCHILKEN, *prenot.* §§164 ss., p. 24.

⁴⁷ É a natureza composta da *Treuhand* (cf. BLAUROCK, “Opérations Fiduciaires”, p. 233), que, ao agregar um facto jurídico transmissivo da propriedade de determinados bens e um facto jurídico constitutivo de obrigações de natureza contratual, a aproxima da fidúcia romanística. Esta natureza composta do negócio

da titularidade fiduciária de títulos de crédito⁴⁹, mas que encontra hoje aplicação significativa no âmbito da gestão de patrimónios, na qual o fiduciário adquire a legitimidade para exercer determinados direitos patrimoniais e poderes a eles inerentes — incluindo, *maxime*, o poder de disposição⁵⁰ —, atuando em nome próprio com base não numa posição jurídica plena, mas antes numa autorização concedida pelo fiduciante⁵¹, que, em qualquer caso, permanece titular daqueles mesmos direitos⁵².

Não apenas por encontrar uma aplicação prática mais variada e difundida, mas essencialmente porque, provocando o confronto de postulados essenciais do sistema de direito privado, colocou aos juristas alemães os desafios dogmáticos mais sérios, a *fiduziarische Treuhand* é a modalidade que mereceu, e merece hoje ainda, maior atenção na literatura jurídica. Em traços sintéticos, esta implica a atribuição ao fiduciário da titularidade de um direito patrimonial tendencialmente pleno e exclusivo, que deve todavia

jurídico fiduciário remete-o, na falta de regulação específica, para a categoria dos contratos atípicos, sendo-lhe porém aplicável, no entender de maior parte da doutrina, o regime modelar do contrato de mandato gestório (*Auftrag* — §662 ss. BGB, nos casos de fidúcia gratuita, e *Geschäftsbesorgungsvertrag* — §675 BGB, nos demais) — cf., por todos, ESSER/WEYERS, *Schuldrecht*, II, pp. 309 ss.; FIKENTSCHER/HEINEMANN, *Schuldrecht*, p. 619; MEDICUS, *Schuldrecht*, II, p. 200 ss.; na literatura do negócio fiduciário, entre outros, COING, *Treuhand*, p. 92, e LÖHNIG, *Treuhand*, p. 135, que qualifica o §675.1 BGB como a “*treuhanderische Generalnorm*”.

⁴⁸ Que encontra a sua base legal na figura da *autorização* prevista no §185 BGB (cf. LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 847; LEHMAN/HÜBNER, *Allgemeiner Teil*, pp. 253-254; cf., mais detalhadamente, nota 1200). Essencial na adaptação da autorização ao campo das relações fiduciárias foi, uma vez mais, o trabalho de SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 235 ss. e pp. 253 ss.: a *Ermächtigung* permitiria a um sujeito dispor de um bem do qual não era titular, em resultado de uma autorização concedida pelo legítimo titular para o efeito, que teria como consequência o reconhecimento de efeitos *erga omnes* ao referido ato de disposição, com projeção, em particular, no património do sujeito autorizante. Tendo sido construída para permitir a alienação de direitos (*Verfügungsermächtigung*), a doutrina acabou igualmente por admitir a sua aplicação relativamente a atos complementares e instrumentais — cf. SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 262 ss.

⁴⁹ Sobre a relação entre a figura da *Ermächtigung* e a teoria da legitimação nos títulos de crédito, SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 284 ss.

⁵⁰ Cf. LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 847.

⁵¹ Cf. COING, *Treuhand*, p. 96, fala nestes casos de uma “*Verdoppelung der Rechtszuständigkeit*”, e SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 246, de uma “*konkorrierende Rechtszuständigkeit*”. Ou seja, não se verifica uma divisão do conteúdo do direito de propriedade, ou o reconhecimento de um novo direito subjetivo, e consequente atribuição parcial de faculdade ao fiduciário e ao fiduciante, mas antes numa “*multiplicação*” de poderes de disposição, aos quais o fiduciante não renuncia, mas que são igualmente reconhecidos ao fiduciário (cf. SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 246 ss.; JAEGER, *La separazione*, p. 54).

⁵² Esta modalidade não envolve, assim, uma afetação patrimonial formal para o fiduciário, mas apenas a delegação de um poder para o exercício de um direito por conta do fiduciante. Ao lado destas, alguma doutrina designa ainda a *Vollmachtstreuhand* (ou *Quasitreuhand*), que assenta já num mandato amplo conferido ao fiduciário, a quem são reconhecidos plenos poderes de representação para atuar em nome do fiduciante, produzindo-se os efeitos jurídicos de uma tal atuação diretamente na esfera do fiduciante (COING, *Treuhand*, p. 97 e pp. 125 ss.; GERNHUBER, “*Treuhand*”, p. 355.). Nestes dois casos, o fiduciante permanece titular do direito tendencialmente pleno e exclusivo sobre o *Treugut*, direito este que é apenas transmitido para o fiduciário na *fiduziarische Treuhand*. Alguns autores consideram mesmo que, nestes casos que não envolvem a transmissão de um direito pleno para o fiduciário, estão em causa figuras afins à verdadeira *Treuhand*, uma vez que, nelas, não se encontraria o característico *poder transbordante* do fiduciário — cf., por exemplo, HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 41.

ser exercido não na prossecução das necessidades idiossincráticas do titular, mas na promoção dos interesses do fiduciante⁵³. Subjacente à estrutura jurídica desta figura estão dois elementos distintos⁵⁴: um *elemento real*, que se materializa na referida aquisição, pelo fiduciário, de um direito pleno sobre o bem fiduciário; e um elemento *peçoal*, ou obrigacional, que se materializa no vínculo fiduciário que emerge do *Treuhandabrede*, que assegura aquela promoção dos interesses patrimoniais do fiduciante e que, verificados os pressupostos estipulados, o bem fiduciário é (re)transferido para o fiduciante ou para terceiro. É a partir desta dicotomia que a doutrina dominante, tributária ainda das concepções originais da pandectística, assinala um alegado *poder jurídico excessivo*⁵⁵ do fiduciário, distinguindo, na sua esfera jurídica, um poder (*können*) e um dever (*dürfen*)⁵⁶: o primeiro manifestar-se-ia na relação externa, como um poder pleno sobre o *Treugut* e, portanto, como um verdadeiro *poder de abuso* resultante da aludida titularidade plena e exclusiva dos direitos inerentes ao bem fiduciário; o segundo, por seu turno, projetar-se-ia apenas na relação interna, em resultado do vínculo obrigacional a que o fiduciário se encontra adstrito perante o fiduciante⁵⁷.

Sendo esta, com maiores ou menores variações, a fórmula usada na doutrina alemã para caracterizar a *Treuhand* — e que deixa transparecer, de forma clara, as fundações lançadas com a redescoberta da *fiducia* romana pela pandectística tardia —, deve ser assinalada uma tendência, mais intensa na literatura recente, que oferece uma descrição do

⁵³ Nestes termos, por todos, LEHMAN/HÜBNER, *Allgemeiner Teil*, p. 253; WESTERMANN, *Sachenrecht*, p. 17. A descrição da *Treuhand* por referência à ideia de atuação no interesse de terceiro, o fiduciante, remonta já a SCHLUTZE, p. 1, tendo sido depois recuperada também por SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 1. Na verdade, a identificação desta particular conformação de interesses como um traço distintivo da *Treuhand* permaneceu na literatura, encontrando-se, por exemplo, em COING, *Treuhand*, p. 1 e pp. 85 ss.; LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, p. 17; HENSSELER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 41; SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 14. Mais recentemente, a identificação do fenómeno fiduciário como uma particular organização de prossecução de interesses (“*Interessenwahrnehmungsorganisation*”) está presente em LÖHNIG, *Treuhand*, p. 116.

⁵⁴ Por todos, SOERGEL/LEPTIEN, *prenot. §164*, p. 549; STAUDINGER/MARTINEK, *prenot. §662*, p. 152. No mesmo sentido, já também EMMERICH, *Sanierung*, p. 152. GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 63, refere-se a uma “*«zweiaktige» Struktur*” da *Treuhand*. A descrição da relação jurídica subjacente à *Treuhand* com recurso à assim denominada “*Zwei-Komponenten-Theorie*” está de resto bem presente também na jurisprudência, como o comprova uma importante decisão de 2003 do BGH, comentada na literatura jurídica (por exemplo, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 30-31, e GANTER, *Die Rechtsprechung*, p. 1222) e a que adiante se fará referência.

⁵⁵ O “*überschießenden Rechtsmacht*” de SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 146, a que também ASSFALG, *Behandlung*, pp. 54, faz referência. Excessivo porque, como nota SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 22, não é acompanhado pela afetação económica do bem fiduciário, que permanece na esfera do fiduciante.

⁵⁶ GERNHUBER, “*Treuhand*”, p. 356, nota que a limitação contratual, resultante do *Treuhandabrede*, impõe ao fiduciário o *Dürfen*, mas que o seu direito pleno sobre o bem fiduciário lhe permite um (alegadoamente) ilimitado *Können*; recorre também a esta terminologia, WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 13.

⁵⁷ Nestes termos, veja-se, por todos, LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 846.

negócio fiduciário menos marcada pela alegada situação de debilidade em que se encontraria o *Treugeber* — que, de resto, os tribunais muitas vezes infirmam. Neste sentido, é adotada uma perspetiva *funcional*, que pretende evitar a contaminação do conceito de negócio fiduciário por elementos de regime eventuais ou mutáveis, optando antes por destilar os traços distintivos da *Treuhand* a partir da dissociação, que subjaz sempre ao negócio fiduciário, entre a atribuição (formal) de um direito subjetivo — *maxime*, um direito de propriedade — e a alocação do respectivo conteúdo ou benefício económico⁵⁸.

De qualquer forma, a consideração daquele poder excessivo reconhecido ao fiduciário marcou, de forma inelutável, a direção e o âmbito da discussão no direito alemão, que, sem prejuízo de algumas tentativas recentes de procurar trazer a discussão para a chamada *Innerverhältnis* (relação interna)⁵⁹, permanece predominantemente centrada na análise da *Außenverhältnis* (relação externa) e, nessa perspetiva, da interseção da relação fiduciária com terceiros. Num interessante percurso dialético entre os tribunais e a literatura, no cerne do direito fiduciário alemão está o objetivo de justificar e enquadrar dogmaticamente o fortalecimento da posição do *Treugeber*, em especial perante os credores pessoais do fiduciário — *i.e.*, os titulares de pretensões não emergentes da relação fiduciária — ou perante adquirentes de pretensões incompatíveis sobre o bem fiduciário⁶⁰.

II. Apesar de nem o *Codice civile* italiano, nem o *Code des obligations* suíço regularem de modo abrangente a figura, nem por isso o negócio fiduciário deixou de merecer ampla atenção da parte dos juristas italianos e suíços, bem patente logo desde o início do século XX⁶¹. Sem dúvida influenciados pela proximidade da discussão em curso no direito alemão⁶²,

⁵⁸ É essa, por exemplo, a perspetiva de SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, pp. 14-15, e, mais recentemente, LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 115 ss.

⁵⁹ GRUNDMANN, “Trust and Treuhand”, pp. 403 ss., por exemplo, identifica um conjunto de problemas característicos da dimensão interna da relação fiduciária. Para além da sujeição genérica à disciplina do mandato e da gestão de negócios, específico da relação contratual entre *Treuhänder* e *Treugeber* seria ainda a projeção da *dimensão externa* na intensidade dos deveres fiduciários. Exemplo disto é a incidência de um dever de separação do bem fiduciário do restante património pessoal do *Treuhänder*.

⁶⁰ Cf. HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 46, que, num esforço de síntese, reconduz toda esta problemática a um esforço de adequar a relação jurídica fiduciária ao seu propósito económico.

⁶¹ Para uma síntese da doutrina italiana do início do século XX, assente no texto fundador de F. FERRARA, *I negozi fiduciari*, pp. 705 ss., ver, por exemplo, MORELLO, “Fiducia”, pp. 239-240 e “Fiducia e negozio fiduciario”, pp. 82-83. Para o direito suíço, veja-se RAPP, “La fiducie”, p. 26, e VON OVERBECK, “National Report for Switzerland”, p. 109, que referem o caráter fundador de uma decisão do Tribunal Federal de 1905, que aceitou a validade do negócio fiduciário no ordenamento suíço, por não colidir com a disciplina da simulação e que constituiu a base para o desenvolvimento doutrinal subsequente. Na doutrina do início do século XX, merece especial referência o escrito de GERSTLE, *Das reine Treuhandgeschäft im schweizerischen Privatrecht*, por conter

a verdade é que quer o direito suíço da *fiducie comune*⁶³, quer o direito italiano dos *negozi fiduciari* seguiram caminhos próprios, o que em grande medida se deveu ao *aproveitamento* das regras aplicáveis ao mandato sem representação⁶⁴ como suporte para o desenvolvimento subsequente da dogmática fiduciária⁶⁵. No fundo, a edificação da teoria do negócio fiduciário foi, num e noutro caso, marcado pelo reconhecimento de que, contrariamente à conceção tradicional, sempre pronta a apontar a diferença fundamental do negócio fiduciário dos direitos continentais face ao *trust* anglo-americano, aqueles sistemas conviveriam afinal de forma pacífica com atribuições patrimoniais gravadas por um escopo

um esforço de sistematização do *Problem der Treuhand* (pp. 52 ss.), e por testar, no ordenamento suíço, as diversas teorias que iam já sendo desenvolvidas no direito alemão, incluindo, por exemplo, a que procurava a proteção do fiduciante na construção da relação fiduciária sujeita a condição resolutiva (pp. 85 ss).

⁶² Essa influência é, por razões naturais, mas evidente no direito suíço (por exemplo, logo desde que a doutrina se começou a interessar sobre o tema, GERSTLE, *Das reine Treuhandgeschäft*), ainda que também na literatura jurídica italiana sejam correntes as referências às discussões doutrinárias alemãs. Isso mesmo é patente logo no trabalho de F. FERRARA referido na nota anterior, que difunde, em particular, o contributo de REGELSBERGER (cf. GRAZIADEI, “Trusts”, p. 273), mas permanece também em GRASSETI, onde é visível a influência do contemporâneo SIEBERT (cf. MORELLO, “Fiducia”, p. 239). Aquela influência é igualmente patente em autores mais recentes, como MAURIZIO LUPOI ou ANTONIO GAMBARO, em cujos trabalho são patentes os ensinamentos, por exemplo, de HELMUT COING e HEIN KÖTZ. Por outro lado, é também notória no direito italiano uma muito forte influência do direito inglês sobre o *trust*, que, em particular na doutrina moderna e apesar do seu quadro teórico peculiar, se assume como a principal fonte de inspiração dos juristas italianos que se debruçaram sobre o tema do negócio fiduciário. Seria inúmera a bibliografia merecedora de referência, mas indicam-se, por serem exemplos recentes e reveladores desta influência, os textos de LUPOI, *Trusts*, e NERI, *Il Trust*. Certamente, explicação para esta tendência é o facto de a Itália ter ratificado, em 1989, a Convenção de Haia sobre a lei aplicável aos *trusts*, de 1985, o que motivou o interesse no estudo das questões suscitadas pelo reconhecimento, em Itália, da figura do *trust*, quase sempre direccionado para encontrar os institutos do direito interno aptos a resolver os problemas que um tal reconhecimento na ordem jurídica interna acabaria por suscitar. Daí que, aliás, muito do que se escreveu sobre o tema, designadamente quanto a problemas de regime, se refira diretamente não ao negócio fiduciário tal como configurado nos direitos continentais, mas sim à figura do *trust* reconhecido no ordenamento por força das regras de direito internacional privado. Sobre o tema, BROGGINI, “Il trust” pp. 11 ss.; LUPOI, *Trusts*, pp. 578 ss., e “The Civil Law Trusts”, pp. 983 ss.; GAMBARO, “Trusts”, pp. 464 ss.; POCAR, “La libertà”, pp. 3 ss. De qualquer modo, dada a proximidade funcional das duas figuras, é genericamente aceite na doutrina italiana que as soluções encontradas para regular, no quadro do direito italiano, a figura do *trust* (em particular, os chamados *trusts interni*, aqueles que não apresentam qualquer elemento de conexão com outro ordenamento jurídico — por todos, CALVO, “La tutela”, pp. 33 ss.; LUPOI, “Legittimità dei *trust «interni»*”, pp. 29 ss.; e PALERMO, “Trust Interno”, pp. 133 ss.) são transponíveis, *mutatis mutandis*, para o quadro do negócio fiduciário de inspiração romanista. Adicionalmente, o regime introduzido no *codice* relativo aos *patrimónios de escopo* (cf. arts. 2447 ss.) suscitou uma nova onda de estudos relacionados, precisamente, com a natureza fiduciária da figura. A título exemplificativo, DORIA, “Il património finalizzato”, pp. 485 ss.; GABRIELLI, *Vincoli de destinazione*, pp. 321 ss. Sobre este instituto, cf. nota 926.

⁶³ Não reconduzível, portanto, aos regimes fiduciários especiais previstos no direito suíço, no domínio bancário e mobiliário (cf. para um síntese destes regimes, DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 40 ss., e VON OVERBECK, “National Report for Switzerland”, pp. 109 ss.).

⁶⁴ No direito italiano, cf. art. 1705 ss. *codice*; no direito suíço, cf. art. 394 ss. CO.

⁶⁵ Cf. GRAZIADEI, “Proprietà”, pp. 2-3 nota, de resto, ser um traço comum em diversos ordenamentos jurídicos europeus a circunstância de as situações de titularidade de direitos por conta de outrem encontrarem um *embrião* de disciplina legal nas normas dedicadas ao mandato e à comissão. Como exemplos, para além dos arts. 1705 a 1707 *codice*, refere os art. 120, 121 e 122 do Código de Comércio Francês, o §392HGB, no ordenamento alemão, e, confirmando o paralelismo que se pretende assinalar na presente secção deste trabalho, o art. 401 CO; em sentido convergente, também MANES, *Fondazione fiduciaria*, pp. 119-120. Como se adivinha, esta é uma abordagem que pretendo explorar adiante — cf. §§ 5.^o e 6.^o.

específico, encontrando na disciplina do mandato sem representação o *schema di riferimento* adequado para o seu enquadramento normativo⁶⁶.

As noções de negócio fiduciário adotadas na literatura jurídica italiana ecoam, de forma evidente, as fórmulas antes avançadas na pandectística, encontrando na essência daquela figura a *combinação* de um efeito real e de um efeito obrigacional⁶⁷. De acordo com o entendimento dominante, o negócio fiduciário tem subjacente uma atribuição efetiva⁶⁸ de um direito pleno (em regra, de um direito de propriedade) ao fiduciário⁶⁹, cujo exercício está contratualmente limitado à prossecução do interesse do fiduciante⁷⁰. Antes mesmo dos problemas de regime, a atenção dos juristas italianos começou por se centrar na busca de um fundamento causal idóneo para justificar a admissibilidade do instituto à luz do direito positivo⁷¹. Muito se escreveu sobre a viabilidade normativa de uma *causa fiduciae* atípica e autónoma⁷² e, em consequência, sobre a natureza unitária ou complexa do negócio

⁶⁶ Nestes termos, PALERMO, “Trust Interno”, p. 145.

⁶⁷ Cf., por todos, MORELLO, “Fiducia”, pp. 259-260.

⁶⁸ Porquanto de facto pretendida, *i.e.*, não simulada — cf., por todos, GRAZIADEI, “Proprietà”, p. 6. Apesar de amplamente debatida, principalmente em literatura da primeira metade do século XX, a separação entre as figuras da simulação ou interposição fictícia, de um lado, e do negócio fiduciário, de outro, é hoje um dado aceite, tanto pelos autores, como nos tribunais (por todos, MAZZONI, “Les opérations fiduciaires en droit italien”, pp. 335-336; MORELLO, “Fiducia”, p. 246). Ultrapassados estão também os preconceitos que associavam o negócio fiduciário — e os *trusts* reconhecidos ao abrigo da Convenção de Haia — com objetivos de evasão fiscal ou, mais genericamente, de fraude à lei — cf. LUPOI, “La sfida”, p. 52.

⁶⁹ Conhecida na doutrina italiana é a distinção entre a *fidúcia dinâmica*, caracterizada precisamente pela sua eficácia translativa e a chamada *fiducia statica*, na qual um sujeito se erige fiduciário de outrem relativamente a direitos de que é já titular (sobre ela, por exemplo, FURGIUELE, “La fiducia”, p. 11 e LUPOI, *Trusts*, p. 555; LIPARI, “Fiducia Statica e Trusts”, pp. 67 ss., e *Il negozio fiduciario*, pp. 153 ss. e 303 ss.

⁷⁰ Assim, por exemplo, em CARNEVALI, “Negozio fiduciario”, p. 1; GALGANO, “Negozio giuridico”, p. 463; GAMBARO, “Trusts”, p. 451; e GRASSETI, “Del negozio fiduciario”, p. 363.

⁷¹ Cf. SATURNO, *La proprietà nell'interesse altrui*, pp. 22 ss.

⁷² Pode aqui fazer-se apenas uma breve referência a esta discussão, que opôs, de um lado, uma conceção que negava o reconhecimento ao negócio fiduciário de uma *causa* própria e, de outro, uma construção alternativa que afirmava uma *causa fiduciae* autónoma, que constituiria a base de uma figura também autónoma e, portanto, atípica. A impossibilidade de configurar uma *causa fiduciae* autónoma assentaria na alegada incompatibilidade entre um propósito de transmissão plena do bem fiduciário, logo seguida de uma limitação (obrigacional) do exercício do direito adquirido (assim, CARIOTA FERRARA, *I negozi fiduciari*, pp. 124 ss.). A natureza fiduciária da relação estabelecida *contaminaria* o intento translativo, pelo que uma *causa fiduciária* em sentido próprio, assim configurada, não seria idónea para assegurar a transmissão do bem fiduciário (CARIOTA FERRARA, *id.*, p. 246). Até porque, ainda segundo este entendimento, no direito italiano — onde, ao contrário do alemão, a transmissão da titularidade de um direito depende sempre de um ato causal válido (por todos, PUGLIATTI, “Fiducia”, p. 201) — seriam típicas as causas idóneas a produzir um tal efeito translativo (ver, a este respeito, as sínteses de COSTANZA, “Numerus clausus”, p. 434, e SATURNO, *La proprietà nell'interesse altrui*, p. 23, nota 31). Em sentido convergente manifestou-se, mais tarde, LIPARI, *Il negozio fiduciario*, pp. 278 ss., argumentando que a diversidade dos tipos de negócios fiduciários e a multiplicidade dos fins que por eles poderiam ser prosseguidos impedia o reconhecimento de uma *causa fiduciae* autónoma e verdadeiramente unitária. A este entendimento, contrapôs-se um outro, para quem a *interdependência* dos efeitos real e obrigacional típicos do negócio fiduciário justificaria a peculiaridade e autonomia da *causa fiduciae*: em rigor, o

fiduciário⁷³. A verdade é que esse debate, apesar de hoje superado⁷⁴, acabou por não se refletir na configuração do negócio fiduciário: prevaleceu — e prevalece hoje — no direito italiano uma construção próxima da *fidúcia romanística*⁷⁵, que atribui ao fiduciário a

vínculo obrigacional não constituiria um limite aposto à transmissão plena do bem fiduciário, mas antes a razão de ser dessa mesma transmissão, *i.e.*, a própria causa justificativa da afetação real (cf., designadamente, GRASSETI, “Del negozio fiduciario”, pp. 351 ss., e “Trust Anglosassone”, pp. 548 ss.) ou, noutros termos, a sua *razão económico-social* (cf. MORELLO, “Fiducia”, p. 242). Na doutrina atual, parece pacificamente aceite a idoneidade da *causa fiduciae* enquanto fundamento causal válido e necessário para a licitude de um negócio transmissivo (cf. GAMBARO, “Trusts”, p. 451). Para isso terá contribuído a afirmação da ideia de que, ao abrigo da autonomia privada, a produção de efeitos reais poderia resultar também de negócios atípicos, porque dotados de uma causa própria, como seria o caso do negócio fiduciário (neste sentido, MORELLO, “Fiducia”, p. 241).

⁷³ Associado ao debate a que se fez breve referência na nota anterior, surgiu um outro, relacionado com a qualificação do negócio fiduciário. Para o primeiro entendimento atrás descrito, a fidúcia seria necessariamente configurada como um negócio complexo, resultante da união instrumental de dois atos jurídicos distintos, ainda que interligados: um primeiro com eficácia real, quase sempre uma compra e venda (ou, quando fosse esse o objeto, uma cessão de créditos), designado como o *negozio mezzo*, e a que estaria subjacente uma causa translativa lícita; e um outro, autónomo e de eficácia obrigacional, destinado a disciplinar o uso e gestão dos bens fiduciários, bem como a sua posterior retransmissão (CARIOTA FERRARA, *I negozi fiduciari*, pp. 124 ss; PUGLIATTI, “Fiducia”, p. 201 e pp. 270 ss.). Se assim não fosse, e se configurasse o negócio fiduciário de forma unitária, agregando o efeito real e o efeito obrigacional, ele daria origem a uma propriedade anómala, vedada pela tipicidade das situações jurídicas reais, o que forçosamente conduziria à invalidade da transmissão fiduciária (PUGLIATTI, “Fiducia”, pp. 276-278). O negócio fiduciário seria uma mera categoria sócio-económica, e não jurídica, não valendo como instituto autónomo. Já para o segundo entendimento, que veio a merecer o apoio generalizado na doutrina e mesmo eco na jurisprudência (MORELLO, “Fiducia”, pp. 242-243), aquelas duas dimensões da relação fiduciária, porque teriam subjacente uma *causa fiduciae* própria, surgiriam como componentes de um mesmo negócio unitário e atípico, que produziria simultaneamente efeitos obrigacionais e reais (CARNEVALI, *Intestazione fiduciaria*, pp. 455 ss.; GRASSETI, “Del negozio fiduciario”, pp. 345 ss., e “Trust anglosassone”, pp. 548 ss.; e JAEGER, “Sull’ intestazione”, pp. 181 ss.). Com isto se afirmava a distinção entre o *numerus clausus* de direitos reais, que não era por este entendimento colocado em crise (MORELLO, “Fiducia”, p. 242), e o *numerus clausus* de negócios jurídicos aptos a produzir efeitos reais, limitação esta que era rejeitada (assim, GRASSETI, “Del negozio fiduciario”, p. 367, e MORELLO, “Fiducia e negozio fiduciario”, p. 85). Para uma ilustração do estado atual deste debate, F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, pp. 981 ss. Neste quadro, merece a pena referir que esta conceção unitária tem o inequívoco mérito de trazer para a linha da frente a vontade das partes de estabelecer um quadro contratual específico, que concretiza um assento de interesses próprio, produzindo simultaneamente efeitos reais e obrigacionais sobre (ou com referência a) um mesmo objeto (cf., neste sentido, ROPPO, *O contratto*, p. 217). Ao fazê-lo, este entendimento do negócio fiduciário traça com maior clareza o quadro em que devem ser colocados (e resolvidos) os problemas criados pela relação fiduciária, permitindo afastar a ambiguidade causada pela consideração individualizada das duas componentes do negócio fiduciário.

⁷⁴ Considerando superada a conceção dualista do negócio fiduciário — tese entretanto qualificada por GAMBARO, “I trusts e l’evoluzione del diritto di proprietà”, p. 61, como “*piuttosto barocca*” —, com base na afirmação da integralidade da operação económica como fundamento de uma *causa fiduciae* unitária — e, portanto, de um modelo contratual também ele unitário e atípico, COSTANZA, “Numerus clausus”, p. 433.

⁷⁵ Que encontrou em GRASSETI o seu *pai fundador* (cf. MORELLO, “Fiducia e negozio fiduciario”, p. 81). Notando ser esta a conceção predominante, também IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, p. 92; e MAZZONI, “Les opérations fiduciaires en droit italien”, p. 335. Foi, e é ainda hoje, objeto de discussão no direito italiano a admissibilidade de um modelo fiduciário próximo do germânico, fundado na cisão entre titularidade de um direito e legitimidade para o seu exercício. Uma síntese desta discussão encontra-se, por exemplo, em GAMBARO, *Il Diritto*, p. 614. Todavia, esta construção germanística da relação fiduciária não se assumiu nunca como modelo explicativo de base para a teoria do negócio fiduciário (cf. por todos, LUPOI, *Trusts*, pp. 729 ss.), acabando por merecer um acolhimento limitado ao domínio da atribuição fiduciária de valores mobiliários e títulos de crédito, onde tem aplicação no tráfego. Isto precisamente por se tratar de um domínio em que aquela distinção entre *legitimidade* e *titularidade*, geradora de um fenómeno de *dual ownership* reconhecido no direito italiano (cf. DE ANGELIS, “Trust e fiducia”, pp. 357 ss.), era já profundamente conhecida e testada. Na literatura, esta construção alternativa deveu-se essencialmente aos seguintes escritos: CARNEVALI, “Intestazione fiduciaria,

titularidade tendencialmente plena e exclusiva do direito fiduciário⁷⁶, gravada por um vínculo obrigacional⁷⁷ destinado a assegurar a prossecução do interesse do fiduciante, mas plenamente adequado à *tipicidade* do direito de propriedade⁷⁸. São inexistentes na doutrina italiana, por seu turno, tentativas de caracterizar as posições jurídicas de fiduciário e fiduciante com recurso a construções de natureza jusreal, seja com base numa propriedade especial do fiduciário, seja com base no reconhecimento de atributos reais à posição jurídica do fiduciante, fundados numa *propriedade económica* do bem fiduciário⁷⁹.

A verdade é que uma tal caracterização *tradicional* do negócio fiduciário não travou a evolução da dogmática; não obstante aquela sobreposição dos planos real e obrigacional, e as evidentes (e reconhecidas) restrições impostas pelo *numerus clausus* dos direitos reais, a *possibilidade de abuso* por parte do fiduciário não foi encarada como uma inevitabilidade⁸⁰. Parte significativa da doutrina mais recente não se *contentou* com a configuração do fiduciário enquanto um *proprietário comum* e do fiduciante enquanto um *credor comum*, nem encontrou na oposição entre direitos reais e direitos obrigacionais um obstáculo intransponível para a busca de fundamentos para reforçar a posição do fiduciante⁸¹. Foi

pp. 455 ss.; e JAEGER, “Sull’ intestazione fiduciaria”, pp. 181 ss., e “Sui fondi comuni di investimento mobiliare”, pp. 464 ss.

⁷⁶ *I.e.*, “que substancialmente mantém intacta a situação proprietária” (cf. GAMBARO, “Trusts”, p. 451). Assinalando a impossibilidade de, num sistema dominado pelo princípio da tipicidade dos direitos reais, a autonomia privada poder dar origem a situações de propriedade fiduciária gravadas por um vínculo oponível a terceiros, cf. GALGANO, “La fiducia romanística”, p. 181.

⁷⁷ Algo que, não afetando o caráter externo da *posição de proprietário* do fiduciário, seria ainda assim permitido ao abrigo da tutela da autonomia privada e liberdade contratual, que habilitaria o titular do direito de propriedade a acordar com um terceiro — no caso, o fiduciante — a *modelação* do conteúdo da situação jurídica em questão, de acordo com a conformação de interesses pretendida — cf. COSTANZA, “Numerus clausus”, pp. 423 ss., que aponta o negócio fiduciário como exemplo *emblemático* de uma área em que a tensão entre o *numero chiuso* dos direitos reais e o princípio da autonomia privada impõe uma leitura elástica do primeiro.

⁷⁸ Cf. GAMBARO, “La Proprietà”, pp. 105 ss. MORELLO, “Fiducia e negozio fiduciario”, pp. 84-85, por seu turno, conclui que os objetivos que subjazem ao *numerus clausus* não são colocados em causa pela titularidade fiduciária de direitos.

⁷⁹ Encontra-se uma rejeição expressa desta terminologia, e da visão dicotómica do direito de propriedade que ela encerra, por exemplo em CALVO, “La tutela”, pp. 55 ss.; MORELLO, “Fiducia e negozio fiduciario”, p. 90 e PALERMO, “Trust Interno”, pp. 146 ss.

⁸⁰ Até porque as mutações no sistema normativo e institucional, relativamente ao tempo em que haviam sido afirmados os princípios da tipicidade dos direitos reais e da natureza absoluta do direito de propriedade, impunham a necessidade de verificar em que medida a sua coadunação com o princípio da liberdade contratual não exigia leituras mais subtis e menos restritivas — assim, COSTANZA, “Numerus clausus”, p. 424. Frisa que, relevante na teoria do negócio fiduciário, foi a circunstância de o “*direito italiano se apresentar como um sistema não codificado, fundado em boa parte numa tradição de pensamento*”, GAMBARO, “I trusts”, p. 58. Papel relevante tiveram, neste desenvolvimento do direito positivo, os juscomparatistas (LUPOI, *Trusts*, p. 552), ao sugerirem da “*clausura dogmatica*” em que se encontravam as teorias do negócio fiduciário (GAMBARO, *Il diritto*, p. 642).

⁸¹ Para GAMBARO, *Il diritto*, pp. 609 ss., e “La Proprietà”, p. 245, aquela dicotomia deveria ser tomada de forma mais subtil, menos absoluta.

justamente dessa *insatisfação* que surgiram as construções que, com base na disciplina do mandato sem representação, mas não só⁸², procuraram assegurar ao fiduciante uma tutela efetiva⁸³, numa processo que, num prisma mais amplo, conduziu a uma atualização progressiva de coordenadas centrais da dogmática civilista⁸⁴.

Configuração semelhante recebe o negócio fiduciário no direito suíço, onde é definido também com recurso à sobreposição de *dois elementos*⁸⁵: a atribuição ao fiduciário de um direito real sobre determinado bem, limitada contudo por um vínculo contratual destinado a assegurar a prossecução do interesse do fiduciante⁸⁶. Como no direito italiano, o fiduciário atua como verdadeiro proprietário do bem da fidúcia, não apenas legitimado por uma autorização concedida pelo fiduciante, ao passo que ao fiduciante seria reconhecida uma mera pretensão obrigacional à fruição do bem fiduciário e à sua aquisição no final da relação fiduciária⁸⁷. A qualificação do negócio fiduciário tornou-se todavia uma questão controversa, fruto da projeção do chamado *princípio da subsidiariedade do mandato*⁸⁸. Vertido no art. 394.2 CO, deste postulado resulta a aplicação *ex legis* da disciplina do mandato aos *serviços (travaux)* que não sejam reconduzidos a um qualquer tipo legal⁸⁹. Segundo parte da doutrina, a projeção deste princípio implicaria sempre, atenta a prestação característica do negócio fiduciário de gestão, a sua recondução ao tipo do mandato⁹⁰. Subjacente a este entendimento estava a afirmação de um verdadeiro *numerus clausus* de

⁸² Foi também importante o reconhecimento da aplicabilidade do regime da execução específica (cf. art. 2932 *codice*) à pretensão obrigacional do fiduciante, assim permitindo o cumprimento coativo da obrigação de retransmissão de que é devedor o fiduciário (cf. PUGLIATTI, “Fiducia”, p. 310; ROPPO, *O contrato*, p. 219).

⁸³ Cf., detalhadamente, §3.2.

⁸⁴ No direito italiano, isso é mesmo patente por exemplo, em COSTANZA, “Numerus clausus”, pp. 437-438, e GAMBARO, “I trusts e l’evoluzione del diritto di proprietà”, p. 62. Adiante o tema será retomado.

⁸⁵ Por todos, WATTER, “Treuhand”, p. 187. Também na doutrina suíça foi discutida a fronteira entre o negócio fiduciário e o negócio simulado, fronteira essa que foi desde cedo traçada de forma clara, sendo neste domínio marcada a influência da literatura jurídica alemã (DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 409 ss.).

⁸⁶ Nestes termos, por exemplo, NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 9; WÄLLI, *Das reine fiduziarische Treuhand*, pp. 6 e 8; e ROSSIER, “Etude comparée”, p. 892 e bibliografia indicada na nota 435. Eco na doutrina suíça teve a qualificação da posição jurídica do fiduciário — típica do direito alemão — enquanto um *überschiessende Rechtsmacht* (cf. GUHL/MERZ/KOLLER, *Obligationenrecht*, p. 126) e, portanto, a contraposição também corrente na literatura jurídica alemão entre o *Können*, resultante da posição do fiduciário enquanto titular de um direito tendencialmente pleno e exclusivo sobre o bem fiduciário, e o *Dürfen*, resultante da limitação contratual que regula a utilização do bem fiduciário (por todos, DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 17).

⁸⁷ Cf. SPÜHLER/VITELI-JUCKER, “Zentrale fragen”, p. 1465.

⁸⁸ Assim, RAPP, “La fiducie”, pp. 36 ss.

⁸⁹ No original, art. 394.2 CO: *Les règles du mandat s’appliquent aux travaux qui ne sont pas soumis aux dispositions légales régissant d’autres contrats*.

⁹⁰ É a posição, por exemplo, de GAUTSCHI, “art. 394-406 OR”, p. 29, e de FELLMAN, “art. 394-406OR”, p. 96.

contratos de serviços, aos quais seria sempre aplicável o regime do mandato⁹¹. A partir deste quadro legal, alguns autores entenderam que fidúcia não constituiria uma categoria dogmaticamente autónoma⁹². Rejeitada esta ideia de um *numerus clausus* dos contratos de serviços⁹³, ganhou peso a posição de outros autores⁹⁴ que sustentaram a natureza *sui generis* da fidúcia, que teria a sua causa (autónoma) na transmissão fiduciária dos bens em causa e no acervo de deveres fiduciários que vinculam o fiduciário⁹⁵. Além disso, a amplitude do campo de aplicação potencial da fidúcia, os diversos fins que podem com ela ser prosseguidos⁹⁶, aliados à diversidade do tipo de prestações exigíveis ao fiduciário, dificultariam a tipificação do negócio fiduciário e, com isso, a sua plena identificação com o contrato de mandato⁹⁷. Independentemente deste problema de arrumação do negócio fiduciário, prevaleceram na doutrina — ainda que com algumas vozes discordantes em tempos mais recentes — as descrições daqueles instituto que assumem o poder transbordante do fiduciário e que, por isso, apresentam como traço característico da figura uma inevitável posição de debilidade do fiduciante⁹⁸.

⁹¹ Cf. FÖEX, *Le «numerus clausus»*, pp. 147 ss. Atualmente, a maioria dos autores rejeita que o princípio da subsidiariedade do mandato impeça a celebração de contratos de serviços não plenamente reconduzíveis ao contrato de mandato (por exemplo, EICHNER, *Die Rechtsstellung*, pp. 84-85; FÖEX, *Le «numerus clausus»*, pp. 147 ss.; HOFSTETTER, “Le mandat”, p. 28; WEDER, “Probleme”, p. 178). Isso mesmo foi, de resto, entretanto aceite pela jurisprudência, que passou a aceitar a validade de contratos de prestação de serviços inominados (cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 407).

⁹² Isto porquanto não lhe seria subjacente uma *causa* autónoma, mas antes idêntica à do contrato de mandato; como o mandatário, o fiduciário seria titular em nome próprio de determinados direitos patrimoniais, mas no interesse e por conta do fiduciante, para além de que a causa da *transmissão fiduciária*, bem como a correspondente obrigação de retransmissão, seriam conceptualmente a mesma que se encontraria no contrato de mandato (cf. GAUTSCHI, “art. 394-406 OR”, pp. 29-30 e “Causa”, pp. 251, 253 e 269).

⁹³ Prevalecendo o princípio da autonomia contratual consagrado no art. 19CO (cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 408).

⁹⁴ Para FÖEX, *Le «numerus clausus»*, p. 147, atualmente a maioria dos autores.

⁹⁵ KRAMER, “art. 180R”, pp. 57-58, qualifica o contrato de onde emerge a relação fiduciária como *Zuwendungsvertrag*, que não seria aplicável ao contrato de mandato — cf. no mesmo sentido, EICHNER, *Die Rechtsstellung*, pp. 85 ss.; HEINI, “Treuhänderische”, p. 187; KÜPFER, *Treuhänderische Unternehmensbeteiligung*, pp. 10 ss.; WATTER, “Treuhand”, pp. 179 ss.; WEBER, “art. 394-406OR”, p. 2384 e “Probleme”, p. 182. Típico do contrato de mandato seria a execução de um ou mais atos jurídicos tendo em vista um fim predeterminado; já a obrigação principal do fiduciário seria a de revestir a qualidade de proprietário, a que poderá — ou não — estar associada uma obrigação de *facere* (DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 407).

⁹⁶ FÖEX, *Le «numerus clausus»*, p. 150, lembra por exemplo que a *fiducie-sûreté*, uma das modalidades mais relevantes no tráfego jurídico, não é passível de recondução à categoria do mandato.

⁹⁷ DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 407. Em consequência, o regime aplicável ao negócio fiduciário depende sempre de uma análise casuística, podendo implicar a aplicação total ou meramente parcial do regime do mandato, para além de poder conduzir à aplicação de regras particulares de outros tipos contratuais legalmente regulados (FELLMAN, “art. 394-406OR”, pp. 95 ss.).

⁹⁸ Veja-se, neste sentido, a síntese crítica oferecida por DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 20 ss. e 69 ss.

Também no direito suíço não encontrou eco a ideia de reconhecer na posição em que se encontra investido o fiduciante uma suposta *propriedade material* ou *económica*, por oposição à natureza puramente formal da do fiduciário. A conceção de uma propriedade relativa, cujos poderes e atributos se encontrariam divididos entre as partes da relação fiduciária⁹⁹, foi sempre rejeitada, prevalecendo a projeção normativa da tipicidade das situações jurídicas com vocação de oponibilidade *erga omnes*¹⁰⁰. Prevaleceu por isso também o entendimento segundo o qual a pretensão do fiduciante, mesmo tendo em conta a especial afetação económica típica do negócio fiduciário, não poderia revestir outra natureza que não a de um direito de crédito¹⁰¹. O que, todavia, não impediu que fossem explorados os limites do sistema de direito privado a fim de encontrar fundamentos para um reforço da tutela dessa posição jurídica do fiduciante, num processo que conduziu alguma doutrina, impressionada pelo impacto de certos aspetos do regime, a considerar ser mesmo necessário revisitar a definição clássica do direito de propriedade para nela acomodar as especificidades provocadas pela dissociação entre *titularidade* e *interesse*.

III. O *trust* é o instituto jurídico mais vezes apontado como exemplo da singularidade do direito inglês¹⁰². Para isso contribui, de forma decisiva, a peculiaridade do sistema de fontes de direito vigente no ordenamento inglês, marcado por uma dualidade de complexos normativos — *common law* e *equity*¹⁰³ —, de onde, ao longo dos séculos, o *trust* emergiu

⁹⁹ Por exemplo, MÜLLER, “Das Treuhandverhältnis”, p. 269, que rejeita a especialidade da propriedade fiduciária, a qual devia ser sempre reconduzida ao conceito uno de propriedade vigente no direito suíço. Também neste sentido, MEIER-HAYOZ, “Das Eigentum”, p. 463.

¹⁰⁰ Cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 405; WÄLLI, *Das reine fiduziarische Treuhand*, pp. 31 ss; NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 63; WIEGAND, “Trau, schau wem”, p. 569.

¹⁰¹ Cf. ROSSIER, “Etude comparée”, p. 887.

¹⁰² Cf. MAITLAND, *Equity*, p. 129; numa perspetiva juscomparativa, o mesmo é afirmado por ZWEIGERT/KÖTZ, *Introduction to Comparative Law*, p. 188.

¹⁰³ Como é sabido, a *equity*, enquanto acervo normativo autónomo, é resultado da especial evolução histórica do direito inglês, encontrando a sua razão de ser na dicotomia de jurisdições que, a partir do século XI, se desenvolveu naquele ordenamento jurídico e que, durante séculos, foi uma das suas marcas mais características (cf. HUDSON, *Equity*, p. 17). Ao lado dos tribunais gerais do reino, que aplicavam *common law*, o direito comum a todo o território, unificado após a invasão dos normandos, desenvolveu-se uma jurisdição autónoma — o *Court of Chancery*, por sua vez resultado da institucionalização daquilo que começou por ser um mero direito reconhecido ao rei de servir de instância de recurso — e que, ao abrigo de regulamentos processuais simplificados e mais flexíveis, era livre de adotar para o caso concreto decisões que, corrigindo ou complementando o resultado a que conduzia a simples aplicação dos comandos de *common law*, garantisse uma composição mais justa e equitativa dos interesses em litígio (cf., por todos, HUDSON, *Equity*, pp. 14-15 e MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, pp. 3 ss.; uma curta mas elucidativa explicação deste processo de institucionalização da figura do *Chancellor*, de uma função de mero *secretariado* do rei até uma efetiva jurisdição independente, responsável pela criação e aplicação de um corpo normativo autónomo, pode encontrar-se em BAILEY/GUNN, *Modern English Legal System*, pp. 5-8; e ZWEIGERT/KÖTZ, *Introduction to*

enquanto instituto jurídico absolutamente transversal no tráfego jurídico¹⁰⁴, apto a prosseguir as mais variadas finalidades¹⁰⁵. O *trust* surge como uma *criação* dos princípios de *equity*, que centrados mais na equidade e justiça material do caso concreto do que em questões formais e em *technicalities* jurídicas, encontraram neste instituto o instrumento

Comparative Law, pp. 187 ss.). A *equity* assumiu, desde cedo, a moral e a justiça como objetivos (cf. GAMBARO, “Trusts”, p. 454), funcionando a partir de um conjunto de máximas e princípios éticos de aplicação flexível, se necessário fosse contra a rigidez do *direito comum* (cf. ZWIEGERT/KÖTZ, *Introduction to Comparative Law*, p. 187), quando este se revelasse incapaz de acompanhar as alterações sentidas na ordem social (cf. SPARKES, *A new land law*, p. 204). De um ponto de vista processual, a *equity* — no que à lei dos *trust* interessa — proporcionava o recurso a medidas inibitórias, de cariz discricionário — as *injunctions*, destinadas a prevenir situações de *breach of trust* — e que, atuando *in personam*, visavam precisamente assegurar uma composição justa dos interesses em jogo (por todos, MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, pp. 11-12). A outra forma de tutela típica dos comandos de *equity*, a *specific performance*, assume já não um cariz inibitório, mas antes o propósito de obter a execução de um determinado ato, encontrando menor aplicação no domínio do *trust* (por todos, FRY, *Treatise*). Mesmo depois de abolido o sistema de dupla jurisdição no ordenamento inglês, na sequência do *Judicature Act 1873* — que visou colocar um termo à incerteza inevitavelmente suscitada pelo vigente sistema de dupla jurisdição (cf. MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, pp. 14 ss.) —, a *equity* mantém hoje autonomia dogmática e é objeto de aplicação independente pelos tribunais ingleses. Salienta o efeito processual dos *Judicature Acts*, por exemplo MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, p. 16. Esta relevância autónoma da *equity* funda-se na afirmação de princípios e máximas próprias, que encontram o seu fundamento na origem histórica deste acervo normativo e no papel por ele desempenhado no desenvolvimento do direito inglês (cf. HUDSON, *Equity*, p. 18), sendo a compatibilização entre as regras de *equity* e as regras de *common law* garantida pelo postulado segundo o qual as primeiras não contrariam necessariamente, antes complementam, as segundas, podendo os tribunais ingleses, mesmo depois da referida abolição da separação de jurisdições, aplicar alternativa ou conjuntamente, num mesmo processo, umas e outras (cf., entre nós, FERREIRA DE ALMEIDA, *Introdução*, p. 96). Em suma, os dois conjuntos normativos operam em paralelo, mas não podem ser confundidos um com o outro (PENNER, *The Idea of Property*, p. 133). Atenta a sua origem, a que aqui se fez breve referência, a sua abrangência e as suas características tão especiais, será usada ao longo do texto a expressão *equity*, não se procedendo à sua tradução pela aparente equivalência linguística *equidade*, conceito ao qual, numa perspetiva de comparação funcional, não parece poder ser reconduzida a noção de *equity*, tal como esta é densificada nos sistemas jurídicos da família de *common law* (alertando para o erro primário que consistiria na equiparação entre *equity* e *equidade*, PINTO DUARTE, *Uma introdução*, p. 780).

¹⁰⁴ O instituto do *trust*, tal como hoje configurado, é na verdade resultado de um longo e complexo processo de evolução, que acompanha o desenvolvimento da própria *equity* enquanto fonte autónoma de direito. O seu antecessor é a figura medieval do *usus* (MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, pp. 8-9), a que se fazia recurso precisamente para operar transferências fiduciárias de bens imóveis isentas de impostos (OAKLEY/Parker/Mellows, *The Modern Law of Trusts*, pp. 1-2). Tendo o sistema de *common law* sido incapaz de oferecer uma tutela adequada ao beneficiário, por rejeitar qualquer externalidade à *causa fiduciae* subjacente ao *usus* (SPARKES, *A new land law*, p. 205), foi no domínio da *equity*, acentuadamente marcada por preocupações de justiça e, nessa medida, menos formalista do que os comandos de *common law*, que o *usus* encontrou uma tutela mais efetiva. Para um enquadramento desta evolução, para além das obras inglesas já citadas, veja-se também a perspetiva comparatista de ZWIEGERT/KÖTZ, *Introduction to Comparative Law*, pp. 188 ss. Entre nós, encontra-se uma descrição breve mas elucidativa do processo de evolução histórica do *trust*, e da sua ligação próxima com a autonomização normativa da *equity*, por exemplo em PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 38 ss.; e também com uma breve perspetiva histórica do *trust*, PAIS DE VASCONCELOS, *Em tema de negócio fiduciário*, pp. 24 ss.

¹⁰⁵ A polifuncionalidade do *trust* é um traço *genético* da figura, assinalado de forma unânime na literatura, designadamente nas obras de referência já aqui citadas. Sobre o recurso ao *trust* para a prossecução de atividades económicas ou de investimento (os chamados *trading trusts* ou *commercial trust*), perspetiva que funcional associada ao fenómeno gestório e por isso próxima do objeto deste estudo, veja-se D. HAYTON, “Trading Trusts”, p. 511 ss.; S. SCHWARCZ, “Commercial Trusts as Business Organizations”, pp. 321 ss.; e R. SITKOFF, “Trust as Unincorporation”, pp. 31 ss., autor que, neste sentido, identifica na figura do *trust* um instrumento concorrente das sociedades comerciais, dotado de resto de algumas vantagens. De um prisma *law & economics*, cf. HANSMANN/MATTEI, “The functions of trust law”, pp. 479-480.

adequado para o reconhecimento e tutela de direitos patrimoniais naqueles casos em que os resultados do *common law* permitem ou premeiam comportamentos iníquos¹⁰⁶.

O *trust* opera de forma simples¹⁰⁷. Na sua configuração tradicional, a figura implica a alocação formal ou segregação¹⁰⁸ de um determinado acervo patrimonial na esfera jurídica de um sujeito — o *trustee* —, que atua como titular *at law* (ou *legal owner*) dos direitos em questão, competindo-lhe administrar¹⁰⁹ aquele acervo, sujeito a um quadro variável de deveres fiduciários, em benefício de um outro sujeito — o *beneficiary* ou *cestui que trust* —, a quem é, por seu turno, reconhecido um *equitable interest* oponível ao *trustee* e que se projeta sobre o *trust estate*¹¹⁰. Servindo o *common law* como fonte normativa do direito do *trustee* e a *equity* como fonte normativa da posição jurídica reconhecida ao beneficiário, o *trust* permite, através da *capacidade combinatória* daqueles dois acervos, o reconhecimento a mais do que um sujeito de direitos sobre um mesmo património, de natureza e fundamento positivo distintos, mas ambos dotados de *oponibilidade reforçada*¹¹¹.

¹⁰⁶ Assim, HUDSON, *Equity*, p. 40.

¹⁰⁷ “A very simple trick”, como sugere HUDSON, *Equity*, p. 41.

¹⁰⁸ Aqui entendida em termos puramente *materiais*, no sentido de identificação de um acervo patrimonial que, na esfera jurídica do seu titular, se encontra instrumentalizado a uma finalidade específica, independentemente da eficácia que o direito positivo reconhece a essa aludida *segregação patrimonial*. Isso será debatido mais adiante. Na literatura da análise económica do direito, fala-se da particular *asset-partitioning* dos *trusts*, HANSMANN/MATTEI, “The functions of trust law”, pp. 471-472.

¹⁰⁹ É assinalada a função de gestão ou administração desempenhada pelo *trust*, aquela que caracteriza o instituto. O negócio fiduciário em garantia mais típico do direito inglês é, contudo, a *mortgage*, amplamente usada no direito inglês não apenas pela segurança jurídica que oferece, mas também pela sua flexibilidade, uma vez que, ao não exigir a transmissão da posse, pode ser usada tanto para bens corpóreos, como para bens incorpóreos (cf. R. GOODE, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, p. 587). Subjacente está igualmente uma ideia de divisão da *legal ownership* e *equitable ownership*, com a diferença de que, neste caso, não há recurso a uma ideia de *trusteeship* (HUDSON, *Equity*, p. 954): o *mortgagor* limita-se a alienar ao *mortgagee*, em garantia, a *legal ownership* de (ou um *security interest* sobre) determinados bens (“*disposition of the absolute interest*” — cf. R. GOODE, *Commercial Law*, p. 37 e p. 46), que assim permanecem no património deste último enquanto não for cumprida a obrigação garantida (BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 99). A referida aquisição é, contudo, quando ao abrigo da *mortgage*, *subject to the equity of redemption* (BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 83), direito que, como o nome indica, se constitui também ao abrigo dos comandos de *equity* e que se projeta em duas dimensões: impede que o *mortgagee* possa livremente alienar ou onerar os bens transmitidos em garantia enquanto não se verificar o incumprimento da obrigação garantida, assim se consagrando o conhecido princípio “*once a mortgage always a mortgage*” (BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 83 e pp. 111 ss.); e, adicionalmente, confere ao *mortgagor* um direito de reaver tais bens, livres de encargos (*i.e.*, “*unencumbered*”, HUDSON, *Equity*, p. 967), assim que proceda ao pontual cumprimento das suas obrigações perante o *mortgagee* (BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 83 e pp. 111 ss.).

¹¹⁰ Por todos, THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 13; numa perspetiva juscomparativa, KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 17.

¹¹¹ Este termo é aqui usado propositadamente, uma vez que não encerra qualquer compromisso quanto à qualificação da posição jurídica em que se encontra investido o beneficiário do *trust*, designadamente a sua recondução à categoria dos direitos *in rem* e, portanto, independentemente da questão, que se pretende abordar mais adiante, de saber se subjacente a este instituto reside ou não uma visão dicotómica do direito de propriedade (cf. §3.3).

Atenta a sua reconhecida aptidão para desenvolver e concretizar os princípios de *equity*¹¹², o *trust* viu o seu âmbito de aplicação alargado pelos tribunais ingleses, de um modo tal que, nos termos em que é hoje configurado o seu campo de aplicação, não é mais um instituto de origem exclusivamente negocial. Ao lado do *trust* instituído por via negocial — o *express trust*¹¹³ —, os tribunais criaram, convocando outras doutrinas de *equity*, um conjunto de situações em que o *trust* atua *automaticamente*, por mero efeito da lei: os chamados *constructive trusts* e *resulting trusts*, que atuam numa perspetiva de *reparação* (*remedy*) de atribuições patrimoniais *injustas*¹¹⁴, servindo uma função próxima da que, nos sistemas de *civil law*, serve o instituto do enriquecimento sem causa¹¹⁵. Em resultado, no direito inglês atual, o *trust* tanto pode identificar uma conformação de interesses deliberadamente criada por sujeitos no quadro da sua autonomia negocial, como a solução encontrada por um tribunal para solucionar situações de *unconscionable behaviour*, independentemente da sua fonte contratual ou negocial¹¹⁶. Daí que as definições do instituto que se encontram na literatura sejam vagas, pois só assim serão aptas a capturar as realidades diversas e complexas que o *trust* hoje em dia encerra¹¹⁷. “*Like an elephant, a trust is difficult to describe but easy to recognize*”¹¹⁸. Como se antecipa, interessa focar aqui o primeiro tipo — o *trust* negocial e intencional, gerador de uma conformação de interesses

¹¹² Cf. ROTHERHAM, *Proprietary Remedies*, p. 10.

¹¹³ “*Aquele que é deliberadamente estabelecido e que o trustee deliberadamente aceita*”, nas palavras de PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 64. A constituição de um *express trust* depende sempre de uma manifestação de vontade do *settlor*, mediante a afetação de um acervo patrimonial delimitado que se destina a ser administrado pelo *trustee* em benefício de um *beneficiary* (THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, pp. 23-24). Esta estrutura triangular não está sempre presente, sendo admissíveis diversas variações; por exemplo, o *settlor* pode ser simultaneamente o ou um dos beneficiários do *trust*, caso em que aquela afetação patrimonial se concretiza mediante um ato transmissivo do *settlor* para o *trustee* dos bens que devem passar a ser por este administrados em seu interesse. Da mesma forma, o *trustee* pode ser ele próprio o *settlor*, caso em que a constituição do *trust* teria na base uma auto-vinculação do *trustee* a administrar o acervo patrimonial em causa — que pode ou não fazer já parte do seu património — a favor do *beneficiary*; são, nestes casos, os chamados *self-declared trusts*.

¹¹⁴ Cf. MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, p. 70-71.

¹¹⁵ Em sentido idêntico, T. HONORÉ, “*Trusts: The inessentials*”, p. 8. É interessante a abordagem da figura proposta por GRETTON, “*Constructive Trusts and Insolvency*”, p. 463 ss., que olhando para os *constructive trusts* de um prisma de direito escocês, questiona a viabilidade de uma sua adaptação noutros ordenamentos, mesmo nos *mixed legal systems*—

¹¹⁶ Cf. a descrição geral do instituto, de um prisma juscomparativo, e assinalando justamente a intervenção da *equity* naqueles casos em que o *trustee* não age “*segundo a confiança*” e atua “*contrariamente à consciência*” em R. DAVID, *Le grands systèmes de droit contemporains*, pp. 284 ss.

¹¹⁷ PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 27, por exemplo, considera que existe um *trust* sempre que os comandos de *equity* impõem a um sujeito — o *trustee* — o dever de administrar um determinado acervo patrimonial (*property*) sob o seu controlo, seja em benefício de outro sujeito — o beneficiário ou *cestui que trust* —, ou para fins de beneficência e na promoção de interesses mais difusos.

¹¹⁸ A popular frase é de HAYTON, “*Trusts*”, p. 3.

querida pelas partes —, afinal aquele que se aproxima, de um prisma funcional, do objeto da presente dissertação e que, por isso mesmo, permite um exercício de comparação com o modelo de negócio jurídico fiduciário característico nos direitos continentais¹¹⁹.

Não pretendo avançar por uma descrição geral e abrangente do instituto do *trust* fundado em negócio jurídico — virtualmente infindável e que em muito extravasaria o propósito deste enquadramento preliminar —, por exemplo olhando em detalhe para as chamadas «três certas»¹²⁰, os requisitos de cuja verificação depende a constituição de um *express trust* — *certainty of intention*¹²¹, *certainty of subject matter*¹²² e *certainty of objects*¹²³

¹¹⁹ O que não significa que, numa outra perspetiva, um olhar pelo fenómeno e natureza dos *constructive trusts* não permita apurar elementos normativos interessantes, porquanto o progressivo desenvolvimento pelos tribunais ingleses destas figuras é bem revelador de quanto está colocada em crise a natureza absoluta da dicotomia entre direitos *in rem* e *in personam*¹¹⁹ e, por essa razão, revelador também da consequente necessidade de a jurisprudência ultrapassar essa rigidez, oferecendo uma tutela efetiva — porque oponível *erga omnes* — mesmo em casos que, se levada ao limite aquela dicotomia, não a mereceriam (cf. ROTHERHAM, *Proprietary Remedies*, pp. 16 ss.). Relacionado esta visão dicotómica de posições jurídicas subjetivas com aquela outra, proveniente do direito romano, que está na sua base — a dicotomia que opõe as *actio in rem* e as *actio in personam*, BIRKS, “Definition and Division”, p. 7. Uma visão atual desta dicotomia, e do processo da respetiva afirmação enquanto pilar dogmático na literatura jurídica inglesa, pode por exemplo ser encontrada em PENNER, *The idea of property in law*, pp. 23 ss., e PRETTO-SAKMANN, *Boundaries of Personal Property*, pp. 88 ss.

¹²⁰ Por todos, HUDSON, *Equity*, p. 77, MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, p. 66, e PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 45. Na jurisprudência, este entendimento é usualmente atribuído à decisão *Knight v. Knight* (1840) Beav. 148, 9 LJ Ch 354).

¹²¹ De forma sintética: a *certeza de intenção* dá-se quando é evidente a vontade do *settlor* de constituir um *trust* em benefício de determinado sujeito, que pode ser ele próprio, e no interesse de quem o *trustee*, e *legal owner*, deverá administrar os bens em causa (cf. HUDSON, *Equity*, pp. 78 ss.; MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, pp. 95 ss.). Na jurisprudência, trata-se de um princípio afirmado desde os primeiros casos em torno da figura do *trust* (por exemplo, *Milroy v. Lord* (1862) 4 De GF & J 264), mas sucessivamente confirmado pelos tribunais até aos dias de hoje (por exemplo, em *Slamon v. Planchon* [2004] 4 All ER 407). Tal pode resultar de declaração expressa das partes na documentação constitutiva do *trust*, mas, porque a *equity* releva a substância e não a forma (cf. THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 56), não é necessário que assim seja, podendo, em alternativa, inferir-se de uma vontade clara das partes de assegurarem uma segregação de tais bens no património do *trustee*, e a consequente atribuição de poderes de administração sobre os mesmos (cf. PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 45). De qualquer modo, mesmo que a questão não seja objeto de declaração expressa das partes, ou o seja de forma ambígua, pode um *express trust* considerar-se criado (em última análise, pelos tribunais) sempre que, do contexto do caso concreto, for clara a intenção de partilha de direitos sobre os bens em causa e em que, por isso, se afigure *unconscionable* que o *legal owner* ignore a posição jurídica de outros sujeitos a quem, inequivocamente, se procurou atribuir um *equitable interest* — cf. HUDSON, *Equity*, p. 92. Na jurisprudência, isto mesmo foi reafirmado em *dicta* no importante caso *Westdeutsche Landesbank Girozentrale* [1996] AC 669, que contém uma importante sistematização dos pressupostos de constituição de relações fiduciárias no direito inglês.

¹²² A *certeza de beneficiário*, por seu turno, pressupõe a devida identificação do sujeito a favor de quem o *trustee* deve administrar o acervo patrimonial fiduciário. O que tal significa depende da natureza do *trust* em questão, mas implica sempre ou a identificação do sujeito em benefício de quem o *trust fund* deverá ser administrado, seja nominativamente, seja por referência a uma categoria ou classe, ou que, em alternativa, este seja identificável por meio de critérios objetivos (por todos, PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, pp. 50 ss.). A simplicidade na aferição desta *certainty of subject matter* é, como em quase tudo na lei dos *trusts*, apenas aparente, e esconde um conjunto de complexas questões que não podem aqui ser aprofundadas. Com efeito, os tribunais adotam testes diferentes consoante o tipo de *trust* em questão, o que implica, em primeira análise, a identificação clara do tipo de poderes conferidos ao *trustee* (HUDSON, *Equity*, p. 113). Assim, enquanto para os *fixed trusts* é entendimento aceite que só haverá *certainty of objects* se o *trustee* puder *listar* todos os possíveis

—, ou sequer para as diversas modalidades que este instituto pode revestir¹²⁴. Basta, nesta fase introdutória da dissertação, identificar como traços característicos e definidores da estrutura do *express trust*, de um lado, o reconhecimento, na esfera jurídica do *trustee*, e como efeito de negócio jurídico¹²⁵, de uma propriedade (*at law*) de escopo, afeta à prossecução de um interesse delimitado e alheio; e, de outro, a limitação intrínseca do exercício dos direitos inerentes a essa *legal ownership*, mediante a imposição de uma complexa teia de deveres fiduciários que asseguram a prossecução daquele mesmo interesse e que formam aquele *equitable interest* reconhecido ao fiduciante. Destarte, a morfologia do *express trust* sobrepõe e relaciona duas posições jurídicas, compensando o excesso do meio — a titularidade tendencialmente plena e exclusiva *at law* do fiduciário — face ao fim — a gestão do acervo fiduciário na prossecução do interesse do fiduciante. Esse equilíbrio é atingido através do reconhecimento de duas pretensões autónomas, porque de fonte normativa e de âmbito distinto, sobre um mesmo património: a referida titularidade *at law* atribuída ao *trustee*, e o *equitable interest* reconhecido ao beneficiário. Assim sendo, a

beneficiários (cf. HUDSON, *Equity*, pp. 117 ss.; PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 53 ss.), já nos *discretionary trusts* o teste implica a possibilidade de integrar um sujeito concreto na classe (abstrata) de potenciais beneficiários do *trust* (cf. PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, pp. 54-55). Já nos chamados *trust for purpose*, onde se incluem os *charitable trusts*, em que este requisito é também uma exigência, exige-se uma identificação clara do interesse a prosseguir, que permita simultaneamente ao *trustee* identificar os critérios a que está sujeita a sua atuação de gestão e, por outro lado, aos tribunais escrutinar o cumprimento dos deveres fiduciários aplicáveis (cf. PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, pp. 55-56).

¹²³ Por fim, a assim denominada *certeza de objeto* faz depender a constituição de um *trust* da circunstância de o respetivo objeto ser identificável com segurança no património do *trustee* (THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 95). Não sendo esse o caso, e portanto não sendo possível delimitar, no património do *trustee*, os bens que integram o *trust fund*, nenhum *trust* se terá por constituído (PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 48). Na jurisprudência, este requisito foi objeto de análise aprofundada no já referido caso *Westdeutsche Landesbank Girozentrale*. É muito discutida a verificação deste requisito nos casos em que o objeto do *trust* seja constituído por bens fungíveis; sobre este problema, cf. nota 1892.

¹²⁴ São inúmeras as morfologias possíveis de um *express trust*, em resultado seja do grau de definição dos interesses a prosseguir ou do escopo dos poderes conferidos ao fiduciário, seja do modo de aquisição do património fiduciário pelo *trustee* ou da natureza do interesse principalmente prosseguido. Como são também inúmeras as classificações propostas na doutrina e aquelas a que os tribunais recorrem (cf., entre outros, MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, pp. 67 ss.; e PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, pp. 64 ss.). Referindo, de forma sintética, apenas as mais comuns na literatura jurídica, é de salientar a distinção entre os *executed trust* e os *executory trust*, consoante o *settlor* haja definido completamente os interesses a prosseguir ou tenha apenas declarado a sua intenção de forma genérica, sendo reconhecido ao fiduciário um grau de autonomia na definição de quais sejam esses interesses (MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, pp. 66-69); entre os *fixed trusts* e os *discretionary trusts*, consoante o instrumento negocial constitutivo da relação fiduciária determine a parte do acervo patrimonial afeta a cada beneficiário, ou habilite o *trustee* a alocar o fundo fiduciário de forma distinta entre os diversos beneficiários (cf. PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 74); ou ainda entre os *private trusts* ou os *charitable trusts*, consoante o interesse prosseguido pertença a um ou mais sujeitos claramente identificados ou, ao invés, a um grupo difuso de beneficiários, estando designadamente presente um interesse público (PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 72).

¹²⁵ Cf. LUPOI, *Istituzioni*, p. 6, procurando oferecer uma “coloração civilística”, caracteriza o ato constitutivo do *trust* como um negócio unilateral programático, recetício e sujeito a repúdio.

definição do *trust* que se disseminou na literatura, em particular na dos ordenamentos continentais, e que assinala naquele instituto um *desdobramento da propriedade* — imagem sem dúvida feliz pela sua expressividade —, não pode deixar de ser entendida à luz desta dicotomia essencial das fontes de onde emergem as pretensões distintas que cabem ao *trustee* e ao *cestui que trust*¹²⁶. Isto porque, como vem sendo reconhecido, não é um direito de propriedade desmembrado que caracteriza as posições recíprocas de fiduciário e fiduciante, mas antes da sobreposição de duas *camadas* de pretensões jurídicas autónomas, com fundamentos normativos também eles autónomos¹²⁷.

Independentemente da assinalada peculiaridade do sistema de fontes que vigora no direito inglês, e que marca de forma indelével a génese, estrutura atual e regime do *trust*, é inequívoco que esta figura apresenta, na sua plenitude, o traço tipificador de um *conceito funcional*¹²⁸ de negócio fiduciário que é a atribuição de um bem *em propriedade* a um sujeito, gravada porém por uma obrigação de gestão no interesse exclusivo de outrem, surgindo em

¹²⁶ Para isto adverte, de um prisma juscomparativo, JAEGER, *La separazione*, pp. 186 ss.

¹²⁷ Este tema da natureza das pretensões recíprocas do *trustee* e do *beneficial owner* será tratado em maior pormenor adiante (cf. §3.3), justamente para dar conta da acesa discussão travada na literatura jurídica inglesa a respeito da qualificação, em particular, do *equitable interest* reconhecido ao fiduciante. Como se verá, reconhecida que é — em termos precisos — a oponibilidade a terceiros, ou pelo menos a certos terceiros, da posição em que fica investido o *beneficial owner*, não é porém certo, ainda hoje, o reconhecimento a este de um *verdadeiro right in rem*, discutindo-se se não se tratará antes de um *right in personam* a que a lei reconhece uma tutela reforçada, escapando por isso àquela dicotomia.

¹²⁸ Num prisma metodológico, esta perspetiva funcional faz relevar precisamente a função desempenhada pelo instituto — neste caso, o *trust* —, e não numa qualquer equivalência formal. Sobre o método da *aproximação funcional*, cf. a obra fundamental de ZWIGERT/KÖTZ, *Introduction to Comparative Law*, pp. 32 ss.; entre nós, FERREIRA DE ALMEIDA, *Ensino e método*, pp. 148 e 153 ss.; PINTO DUARTE, *Uma introdução*, pp. 780 ss. Por outras palavras, para aferir da comparabilidade de um determinado instituto, releva essencialmente saber se ele resolve o problema jurídico que o jurista tem entre mãos e que constitui o objeto da microcomparação (cf. neste sentido, PINTO DUARTE, *Uma introdução*, p. 780). Assim sendo, o trabalho de comparação tem de se libertar de conceitos e preconceitos jurídico-dogmáticos, olhando para os “institutos jurídicos que, em diversos sistemas e com soluções eventualmente diversas, dão resposta jurídica a necessidades semelhantes” (cf. FERREIRA DE ALMEIDA, *Ensino e método*, p. 150). Nesta direção, veja-se a abordagem funcional proposta por LUPOI, “The Civil Law Trusts”, pp. 970, que identifica os elementos verdadeiramente decisivos para, de um prisma juscomparativo, descrever o *trust*, concluindo depois, sem dificuldade, pela comparabilidade entre os modelos jurídicos em que assenta o fenómeno fiduciário nos ordenamentos de *common law* e nos ordenamentos de *civil law*. Na verdade, esta comparabilidade entre o *express trust* e o negócio fiduciário continental, ambos mecanismos paradigmáticos da atuação indireta por conta de outrem, seria apenas questionável se assumida uma visão limitada do propósito do direito comparado, identificando-o exclusivamente com o estudo de institutos jurídicos de determinados ordenamentos, das técnicas jurídicas que lhes estão subjacentes e do direito positivo que lhes é aplicável, mas sem atender também às necessidades do tráfego que esses institutos visam prosseguir (assim, JAEGER, *La separazione*, pp. 188-189). É que se isso também for tido em conta, não restarão dúvidas de que, no direito inglês como no direito continental (e no português), é análoga a função desempenhada pelo *trust* e pelo negócio jurídico fiduciário. Justamente esta abordagem funcional está na base da aproximação que, de forma convincente, FERREIRA DE ALMEIDA/PEREIRA DAS NEVES, *Estudo*, pp. 2 ss., operam entre o *trust* e a fidúcia, e que constitui o pressuposto de base da proposta por si elaborada de receção legislativa do *trust* no direito português (sobre a posição destes autores, cf. nota seguinte).

consequência dissociados a *titularidade* (no direito inglês, a titularidade *at law*) de um direito e, de outro, o *interesse* que é principalmente prosseguido pelo exercício desse direito¹²⁹. É abundante nos dias de hoje, de resto, a doutrina — em particular, aquela que adota uma perspectiva juscomparativa¹³⁰ — que desvaloriza a divisão de propriedade (*division of ownership*) como um traço verdadeiramente distintivo do *trust* anglo-americano, optando antes por assinalar a particular conformação funcional do instituto, na sua essência reconduzível ao fenómeno da gestão de interesses alheios, a qual encontraria manifestações inequívocas nas generalidades dos sistemas jurídicos¹³¹. Prova definitiva disso mesmo é a

¹²⁹ Esta comparabilidade vem há muito sendo sustentada; merece referência, por conter uma síntese eloquente dos resultados do enfoque juscomparativo que mereceu o *trust* a partir da segunda metade do séc. XX, reveladores da profusão dos ordenamentos de *civil law* de institutos de natureza fiduciária e que dispensam o recurso a uma propriedade dicotômica, o texto de GRAZIADEI/MATTEI/SMITH, “Commercial trusts in European private law”, p. 3 ss. (esp., pp. 16 ss.). Na doutrina italiana; cf., por exemplo, JAEGER, *La separazione*, pp. 4 ss. e p. 177; LIPARI, *Il negozio fiduciario*, pp. 63 ss.; LUPOI, “The Civil Law Trusts”, pp. 968 ss. Reconhecendo também que o *trust* reproduz o esquema do negócio fiduciário dos ordenamentos de *civil law*, apesar de serem distintas as respetivas disciplinas, GAMBARO, “Trusts”, p. 451. A afirmação desta ideia, nesta fase do percurso, implica a rejeição daquele entendimento que aponta a impossibilidade de o *trust* consubstanciar uma verdadeira relação fiduciária comparável com o modelo de negócio fiduciário típico dos direito continentais, algo que tornaria um exercício comparativo se não simplesmente metodologicamente errado, pelo menos desnecessário ou inútil. Isso mesmo resultaria não apenas do assinalado diferente enquadramento em que se desenvolveu o *trust*, marcado pela existência, no direito inglês, de uma duplicidade de complexos normativos — *common law* e *equity* —, suportados por duas jurisdições distintas, mas essencialmente da *possibilidade de abuso*, que seria um (alegado) traço definidor essencial do negócio jurídico fiduciário continental mas já não do *trust*. Neste sentido, por exemplo, GRASSETTI, “Trust Anglosassone”, p. 551, e, na nossa literatura, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 77 ss. Ora, esta alegada *possibilidade de abuso*, que no fundo é uma característica comum a todos os negócios jurídicos, e não exclusiva do negócio fiduciário, não é, como se verá um pouco mais à frente (§2.º), um verdadeiro traço definidor do negócio fiduciário, mas tão somente uma consequência, aliás eventual, do regime de direito positivo que, em cada caso, seja aplicável. Entre nós, apontando a similitude da “*basic idea*” subjacente ao *trust* e à fidúcia de *civil law*, PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, p. 236, nota 658; aceitando a comparabilidade das duas figuras, também FERREIRA DE ALMEIDA, *Ensino e método*, pp. 149 ss. Cabe a estes autores, de resto, uma demonstração eloquente da *possível compaginação* do *trust* com os sistemas de *civil law*, o que seria bem evidenciado, “*para além da progressiva difusão do trust para além das tradicionais fronteiras do common law, com o progressivo reconhecimento, não só em convenções internacionais, nos ordenamentos mistos e em legislações de zonas offshore, mas ainda em variados ordenamentos de civil law, onde o trust vem sendo crescentemente apresentado como lugar paralelo ao da fidúcia e do Treuhant*” (FERREIRA DE ALMEIDA/PEREIRA DAS NEVES, *Estudo*, pp. 3-4).

¹³⁰ Mas não só: atente-se, por exemplo, nesta passagem de D. HAYTON, “The Developing European Dimension of Trust Law”, pp. 51, autor incontornável da doutrina inglesa do *trust*, escrevendo, no caso a respeito dos *Principles of European Trust Law*: “An Anglo-American trust lawyer is likely to be surprised to see no reference to beneficiaries having ownership of equitable property interests. However, there is no need for a moderate trust law to perpetuate the historical distinction between the legal ownership of trusts and the equitable ownership of beneficiaries. The economic value vested in the beneficiaries does not require them to have an equitable property interest in the trust property”. Na doutrina inglesa, merece igualmente referência o texto de B. Rudden, “Equity as an Alibi”, pp. 30 ss., onde o autor desvaloriza o papel dogmático atual dos comandos de *equity* no desenvolvimento do *law of trusts*.

¹³¹ Cf., para além das obras citadas na nota seguinte, LUPOI, “The Civil Law Trusts”, pp. 971 ss. (em especial, pp. 976 ss.), que procede a um levantamento completo de manifestações de *trust* em diferentes sistemas jurídicos continentais; U. MATTEI, “Should Europe Codify Trust”, pp. 235 ss.; DE WALL, “In search of a model for the introduction of the trust into a civilian context”, pp. 63 ss. Refira-se que, em paralelo com a descrita abordagem funcional, este processo de aproximação vem sendo também objeto de uma fundamentação histórica, que procura assinalar as semelhanças entre as figuras jurídicas que, ao longo dos tempos, oferecem o

recepção e profunda disseminação do *trust* nos chamados *mixed legal systems*¹³², onde a consolidação da figura dispensou o recurso aos comandos de *equity* — e portanto à distinção entre *legal title* e *equitable title* —, apesar de serem plenamente reconhecidos os efeitos (incluindo, os efeitos externos) por norma associados à figura¹³³.

Sem dúvida que as diferenças estruturais e de regime¹³⁴ impedem que a disciplina do *trust* sirva de inspiração (direta) para a sustentação de soluções específicas de direito positivo nos sistemas jurídicos continentais. Contudo, é também seguro que um claro entendimento do modo de atuação do *trust* e da natureza jurídica das posições em que se encontram investidos *trustee* e *beneficial owner*, bem como uma cuidada análise de algumas tendências de evolução dogmática — designadamente a respeito da contraposição entre os

substrato jurídico aos modos de atuação fiduciária (*fiducia, fideicomissum, uses, trust, Treuhand*) — cf. JOHNSTON, *The Roman Law of Trusts*, pp. 285 ss., e “Trust and trust-like devices in Roman Law”, pp. 51 ss.; HELMOLZ/ZIMMERMANN, “Views of “Trust and Treuhand””, pp. 30 ss. Numa outra perspectiva, GRUNDMANN, “Trust and Treuhand”, p. 478-479, assinala que a proximidade funcional entre o *trust* anglo-americano e o negócio fiduciário (especificamente) do direito alemão é evidenciada pelas *sinergias* obtidas a partir do estudo comparado daquelas figuras focado na relação contratual entre fiduciante e fiduciário e, portanto, na esfera interna a relação fiduciária.

¹³² Isto é, aqueles sistemas jurídicos que combinam no seu seio princípios, regras e institutos provenientes das famílias anglo-americana e romano-germânica e que, por isso mesmo, assimilam e combinam, num processo dialético e não necessariamente equilibrado, regras e coordenadas decorrentes daquelas diferentes matrizes jurídicas (cf. R. ZIMMERMANN, “Double Cross”, pp. 1 ss.). Nestes sistemas, o acervo de regras de *property law* segue o modelo de *civil law*, vigorando o princípio de *numerus clausus* e desconhecendo a dicotomia *legal title/equitable title* (cf. REID, “Patrimony not Equity”, p. 428 e “The Idea of Mixed Legal Systems”, p. 33 ss.). É assim, por exemplo, na Escócia, na África do Sul, ou no Quebec. Para uma síntese ilustrativa das características essenciais destes sistemas, com particular ênfase de direito privado, cf., para além daquelas obras, também VAN DER MERWE, “Property in Mixed Legal Systems”, p. 355 ss.; ZIMMERMAN/WISSER, “South African Law as a Mixed Legal System”, p. 1 ss. Sobre os critérios para a arrumação dos sistemas jurídicos em famílias ou círculos, vejam-se também aquelas obras fundamentais: ZWEIGERT/KOTZ, *Introduction to Comparative Law*, p. 63 ss.; entre nós, FERREIRA DE ALMEIDA, *Introdução*, pp. 33 ss.; PINTO DUARTE, *Uma introdução*, pp. 787 ss.

¹³³ Isto é, desenvolveu-se o *trust without equity*, na fórmula expressiva de GRETTON, “Trusts Without Equity”, p. 9 ss. Assinalando também a *inessencialidade* da *equity* para a caracterização do *trust*, cf. T. HONORÉ, “Trusts: The Inessentials”, p. 7 ss.; e REID, “Patrimony not Equity”, p. 432. São abundantes as referências na literatura ao tratamento do *trust* nos *mixed legal systems* como experiência decisiva para o desenvolvimento da dogmática fiduciária nos ordenamentos continentais, o que subjacente tem o reconhecimento da comparabilidade das figuras jurídicas que, num e noutro contexto, asseguram o substrato jurídico ao fenómeno fiduciário; assim, por exemplo, na introdução de M. MILO aos *Principles of European Trust Law*, no texto de MILO/SMITS, “Trusts in Mixed Legal Systems”, p. 425, ou também na abordagem de H. VERHAGEN, “Trusts in the Civil Law”, pp. 477 ss., que, em grande medida, assenta a sua proposta de recepção do *trust* no direito neerlandês na configuração do instituto hoje prevalecente nos aludidos *mixed legal systems*, em particular no direito escocês. Entre nós, o mesmo é assinalado por FERREIRA DE ALMEIDA/PEREIRA DAS NEVES, *Estudo*, pp. 3. Refira-se, de resto, que não é sequer recente o reconhecimento da comparabilidade da figura do *trust* anglo-americano com figuras funcionalmente análogas acolhidas noutros ordenamentos; assim, por exemplo, a demonstração convincente proposta por H. HAHLO, “The Trust in South African Law”, pp. 195 ss. (pp. 206 ss.). Detalhadamente sobre a ideia de propriedade dividida, incluindo uma abordagem histórica do conceito no quadro do direito romano, WALT/KLEYN, “Duplex Dominium”, pp. 213 ss.

¹³⁴ Diferenças de regime que são por natureza variáveis e que, como ficará bem patente na análise juscomparativa que adiante será feita (cf. §3.º), são afinal menos significativas do que é usualmente assumido na literatura (isso mesmo nota, por exemplo, GRUNDMANN, “Trust and Treuhand”, pp. 401 ss.).

proprietary claims e *personnal claims* —, permitem apurar algumas conclusões interessantes, incluindo de natureza metodológica, certamente úteis para a análise que se pretende aqui desenvolver¹³⁵.

1.3 O negócio fiduciário na tradição jurídica portuguesa

I. Não obstante impulsos doutrinários recentes, a dogmática do negócio fiduciário no ordenamento jurídico português está longe de apresentar o grau de desenvolvimento e a sofisticação presentes noutros direitos¹³⁶. Tal não se deve a uma qualquer irrelevância do fenómeno fiduciário no comércio jurídico, mas antes a um *arranque tardio* do labor doutrinal em torno da figura, motivado por uma persistente rejeição da admissibilidade do negócio fiduciário durante uma boa parte do século XX¹³⁷. Na realidade, ao tempo em que, noutros direitos, o problema da validade dos modos de atuação fiduciária estava já ultrapassado, preocupando-se antes os tribunais e autores com o regime aplicável, perdurou na doutrina portuguesa mais influente, ao tempo do Código de 1867, o entendimento de que o negócio fiduciário seria incompatível com a conformação dos atos jurídicos causais, com um (suposto) *numerus clausus* dos negócios com eficácia real e, a respeito da fidúcia com fins de garantia, com normas legais de proteção do devedor¹³⁸. Delimitado quase sempre o âmbito de análise à chamada fidúcia romanística¹³⁹, era comum na literatura daquela época

¹³⁵ Cf., nesta perspetiva, §3.3.

¹³⁶ Isso mesmo é reconhecido, em textos recentes, por MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 271, ou, também, por CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, p. 226.

¹³⁷ Na literatura mais recente, pode encontrar-se uma perspetiva histórica da evolução doutrinal (e jurisprudencial) em tema de negócio fiduciário, por exemplo, em CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 234 ss.; FERREIRA DE ALMEIDA, “Alienação da propriedade em garantia”, p. 311 ss.; MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, pp. 265 ss.; e RAMOS ALVES, *Do Penhor*, pp. 313 ss.

¹³⁸ Assim, na doutrina anterior, BELEZA DOS SANTOS, *A Simulação*, pp. 111 ss. (pp. 120 ss.); CUNHA GONÇALVES, *Tratado*, V, pp. 715-716. Mais tarde, a posição é reafirmada, por exemplo, por MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, II, pp. 175 ss.; ORLANDO DE CARVALHO, *Negócio Jurídico Indirecto*, pp. 110-111; e PESSOA JORGE, *O mandato sem representação*, pp. 324 ss. Ver, para uma descrição (e rejeição) de algumas destas posições, PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 281 ss.

¹³⁹ Encontra-se esta inspiração, por exemplo, em BELEZA DOS SANTOS, *A Simulação*, pp. 114-115, que refere a justaposição entre uma *convenção positiva*, pela qual se transfere para outrem um direito real ou de crédito “colocando o adquirente dêse direito na situação de seu legítimo titular”, e uma *convenção negativa*, pela qual o adquirente se obriga para com o transmitente a fazer apenas certo e determinado uso do direito transmitido. A recondução do negócio fiduciário ao modelo da fidúcia romanística é também evidente em MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, II, p. 175; o mesmo sucede em PESSOA JORGE, *O mandato sem representação*, pp. 324 ss., que invoca o *numerus clausus* dos direitos reais para impedir uma diferente qualificação da posição jurídica em que fica investido o fiduciante. Objeto de amplo reconhecimento naquela

a identificação da essência do negócio fiduciário — que surgia ancorado, quase sempre, num *princípio de confiança*¹⁴⁰ — com o excesso ou a desproporção entre meio jurídico e fim económico prosseguido¹⁴¹. Desta *desarmonia* resultaria uma contradição entre os atos jurídicos em que se decompunha o negócio fiduciário, acabando o vínculo fiduciário por *desfigurar* a causa típica subjacente ao acordo transmissivo, contaminando-o¹⁴². Era decisiva, para esta doutrina, a inadmissibilidade, no quadro dos modos causais da transmissão da propriedade — que estariam sujeitos a uma tipicidade fechada —, de uma transmissão *fiduciae causa* e, portanto, a inadmissibilidade de recorrer a um ato translativo abstrato, categoria que o nosso direito positivo desconheceria¹⁴³. Sendo os negócios fiduciários inadmissíveis no direito português, a prossecução do objetivos que lhe estão

doutrina é a aludida dicotomia entre a *fiducia cum creditore* e a *fiducia cum amico* — cf., por exemplo, MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, II, p. 175; PESSOA JORGE, *O mandato sem representação*, p. 324.

¹⁴⁰ Cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, II, p. 176; em sentido próximo, ORLANDO DE CARVALHO, *Negócio Jurídico Indirecto*, p. 118, notando que a “fiducia assenta na ideia clássica de *fides* (...)”.

¹⁴¹ Cf. BELEZA DOS SANTOS, *A Simulação*, p. 115, referia a falta de coincidência entre o fim económico e a sua configuração jurídica. Mais tarde, MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, II, p. 175, refere a “*excedência do meio usado em relação ao fim tido em vista*” como traço característico do negócio jurídico. Em sentido próximo, também PESSOA JORGE, *O mandato sem representação*, p. 325, nota resultar para o fiduciário uma possibilidade de abuso, formulação que ecoa as definições difundidas, por exemplo, na doutrina italiana.

¹⁴² Neste sentido, BELEZA DOS SANTOS, *A Simulação*, pp. 120 ss., nota que o pacto fiduciário que limita a convenção de transmissão vem revelar que a causa daquele contrato — a sua razão de ser económico-jurídica — não é aquela que a lei pressupôs para lhe atribuir efeitos (pp. 121-122); daí que, entendia o autor, “os actos jurídicos desta natureza são, portanto, em si mesmos contraditórios, os efeitos jurídicos que a lei lhes atribui estão em desarmonia com a causa real” (p. 122). Em síntese, consistindo a transmissão do bem fiduciário um ato causal (típico), o *pactum fiduciae* que vem vincular o fiduciário a utilizar a coisa transmitida num certo sentido seria legalmente impossível, dada a sua incompatibilidade com a estrutura jurídica da convenção positiva pela qual se transmitiu o direito real ou de crédito (p. 123). Sucede que, sendo este pacto fiduciário uma condição determinante também do ato translativo, a validade deste seria afetada pela invalidade do primeiro; nas palavras do mesmo autor: “se não fosse a garantia que o pacto fiduciário dá ou pode dar ao transmitente, nunca o acto positivo teria sido realizado por êste. Logo, se êsse pacto negativo é nulo, nulo deve ser todo o acto jurídico realizado” (pp. 123-124). Isto dito, o autor afasta perentoriamente o negócio fiduciário do ato simulado, precisamente por naquele, ao contrário do que sucede neste, não existir uma “divergência entre a vontade real e a declarada para enganar terceiros” (pp. 144-145). CUNHA GONÇALVES, *Tratado*, V, pp. 715-716, por seu turno, assinala também a circunstância de “nenhum texto legal autorizar actos fiduciários, em direito civil, quer se trate de transmissão de cousas, quer de cessão de créditos”, pelo que o nosso direito não seria conciliável com “a concepção duma propriedade provisória, que não seja claramente condicional, mas dependente unicamente da boa fé do adquirente”. Para o autor, dado normativo que secundaria a sua posição era a proibição da venda a retro nos termos do art. 1586.º do Código de Seabra.

¹⁴³ É esta a posição de MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, II, pp. 177-178, fundada, a um tempo, na inadmissibilidade, nos direitos latinos, de atos transmissivos abstratos (excluindo no domínio dos títulos de crédito) e, a outro, no *numerus clausus* de causas translativas de coisas ou direitos. Posição próxima é a de ORLANDO DE CARVALHO, *Negócio Jurídico Indirecto*, pp. 110-111, assente decisivamente, também, na tipicidade que limitava os contratos com eficácia real. Adere ainda a este entendimento PESSOA JORGE, *O mandato sem representação*, pp. 324 ss., no pressuposto, que entende dominante, de “se construir o negócio fiduciário como a reunião de dois actos jurídicos distintos — o acto de translação do direito e o chamado pacto de fidúcia ou cláusula fiduciária”. O autor rejeita, nesta medida, a configuração de uma *causa fiduciae* autónoma, que, na verdade, esconderia “a contradição íntima que existe entre a vontade de atribuir um direito real e a vontade de o transmissário não ficar investido se não num poder mínimo sobre a coisa”.

tipicamente subjacentes pressuporia, na verdade, a celebração de negócios simulados, recorrendo a um ato translativo típico (venda, doação) destinado todavia a atingir uma finalidade distinta¹⁴⁴.

II. A partir da segunda metade do séc. XX, deu-se uma inversão num sentido favorável à admissibilidade do negócio fiduciário no direito português¹⁴⁵, que a entrada em vigor do atual Código Civil veio impulsionar¹⁴⁶ e que se encontra hoje consolidada¹⁴⁷. Uma síntese das diversas construções que contribuíram para esta *viragem doutrinal*¹⁴⁸ revela dois *desenvolvimentos* essenciais: a um tempo, a autonomização e consequente admissibilidade de uma *causa fiduciae*, enquanto fundamento jurídico-económico legítimo de um ato translativo¹⁴⁹; a outro, a rejeição de um *numerus clausus* de negócios com eficácia

¹⁴⁴ Assim, por exemplo, MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, II, p. 178.

¹⁴⁵ GALVÃO TELLES, na 3.^a ed. do seu *Manual dos contratos em geral*, de 1965, terá sido — segundo MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 267 — “o primeiro Autor que, em geral, se mostrou permeável à fidúcia”. GALVÃO TELLES não rejeita a inadmissibilidade de uma alienação abstrata para fins fiduciários, como para outros; admite porém não apenas a admissibilidade em abstrato de uma *causa fiduciae*, “como finalidade económico-jurídica informadora de certa modalidade contratual”, mas também a licitude de uma tal *causa fiduciae* à luz do direito português, ainda que limitada à *fiducia cum amico* (pp. 180 ss.). Justifica esta posição com o acolhimento, na lei portuguesa, da figura do mandato sem representação, “nomeadamente para efeitos alienatórios ou outros que supõem a titularidade de um direito” — entendimento que tem subjacente a preferência pela chamada teoria da dupla transferência —, o que significaria que a lei “automática e implicitamente admite também a alienação fiduciária, como pressuposto indispensável à possibilidade de execução daquele mandato” (p. 182). Rejeita, por esta via, a configuração de um *numerus clausus* de contratos alienatórios, limitação que se aplicaria apenas às situações jurídicas reais (p. 182, nota 3). A transmissão do bem fiduciário não corresponderia, nessa medida, a uma venda típica (*causa venditionis*), mas a uma alienação fiduciária (*causa fiduciae*), aceitando a convivência de dois tipos de contratos alienatórios (p. 184, nota 1). Por outro lado, a *fiducia cum creditore* deveria já ser vedada, por permitir evitar disposições legais limitativas e, por isso, por consubstanciar uma situação de fraude à lei (p. 182). Já antes, nos estudos preparatórios para o atual Código Civil, VAZ SERRA, “*Cessão de créditos ou de outros direitos*”, pp. 146 ss., havia sustentado a admissibilidade de certas categorias de negócios fiduciários no direito português, colocando em causa o pressuposto da tipicidade dos atos alienatórios e, não se pronunciando embora de forma definitiva, não recusando liminarmente a validade e autonomia da *causa fiduciae*.

¹⁴⁶ Para além das obras, decisivas neste avanço doutrinal, referidas na nota anterior, merecem referência, entre outros, CARVALHO FERNANDES, *Teoria geral do Direito Civil*, II, 1983, pp. 316-318, e *A conversão dos negócios jurídicos civis*, p. 753 (nota); CASTRO MENDES, *Teoria geral do Direito civil*, pp. 166-167; e PAIS DE VASCONCELOS, *Em tema de negócio fiduciário*, pp. 146 ss.

¹⁴⁷ Vejam-se, por exemplos, CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral do Direito Civil*, II, pp. 347 ss., e “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 225 ss.; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Teoria Geral*, II, p. 308; PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 281 ss.

¹⁴⁸ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 267.

¹⁴⁹ Cf., neste sentido, GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, pp. 194-195; CASTRO MENDES, *Teoria geral do Direito civil*, pp. 167 ss. Nalguns autores, esta autonomização da *causa fiduciae* é menos evidente; apenas se entende não ser por si só ilegal a frustração, num negócio concreto, de uma causa típica, desde que em concreto não seja violada norma injuntiva. Assim, por exemplo, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Teoria Geral*, II, p. 326, concluindo depois, *Teoria Geral*, III, pp. 308-309, que “se a outorga daquela causa nova (a garantia, a administração ou outra) [a que subjaz ao negócio fiduciário], é válida”. Recentemente, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, oferece uma construção que prescinde do recurso à noção de causa — referência esta

real¹⁵⁰. Para a autonomização dogmática daquela *causa fiduciae* — distinta, na sua essência, da causa subjacente a uma compra e venda *típica* — contribuiu a constatação de que, afinal, o direito positivo conhecia já modos de atuação fiduciária¹⁵¹, mas também, e decisivamente, a progressiva aceitação de uma conceção unitária do negócio fiduciário, não obstante o seu conteúdo complexo¹⁵². Por seu turno, o afastamento da tipicidade fechada dos negócios reais *quoad effectum*, ancorado num reconhecimento mais abrangente da tutela da autonomia privada¹⁵³ e progressivamente aceite pela doutrina dominante¹⁵⁴, saiu reforçado pela clarificação das fronteiras dogmáticas entre a *causalidade* dos negócios jurídicos, em particular dos alienatórios — e portanto a sua validade —, de um lado, e a respetiva *tipicidade*, de outro¹⁵⁵.

que o autor, apontando especificamente a experiência italiana em tema de negócio fiduciário, associa a alguma *nebulosidade dogmática* (p. 266). Assim, o negócio fiduciário deve ser construído como o “resultado de um tipo [normalmente uma compra e venda] ao qual for adjunta uma cláusula que limite os poderes, dele resultantes, para uma das partes, de forma a obrigá-la a exercê-los, seja no interesse da contraparte, seja no de terceiros” (p. 269). O que seria característico da fidúcia seria a circunstância de, em resultado daquela cláusula fiduciária, ela “apontar um escopo diverso do do tipo em causa” (p. 269); daí que, para o autor, o negócio fiduciário configure um “contrato unitário, todo ele transmutado em prol do escopo anómalo”, que o autor designa por “modo *fiduciae*” (p. 270).

¹⁵⁰ Cf. GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, pp. 194-195; CASTRO MENDES, *Teoria geral do Direito civil*, pp. 167 ss.; PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 274 ss.

¹⁵¹ Cf. GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, pp. 194-195. No que toca à fidúcia com fins de gestão, a publicação em 1966 do atual Código Civil levou alguns autores a sugerir a aproximação do negócio fiduciário à figura, então tipificada, do mandato sem representação — assim, por exemplo, CASTRO MENDES, *Teoria geral do Direito civil*, pp. 166-167. Mais recentemente, CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 234 ss., procede a um levantamento (não exaustivo) do que chamou de *negócios fiduciários tipificados*, que incluiriam manifestações tanto de *fiducia cum creditore*, como de *fiducia cum amico*.

¹⁵² Cf., por exemplo, CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 247 ss. A natureza unitária do negócio fiduciário é também reconhecida por MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, pp. 269-270, que rejeita que esta figura corresponda a “um contrato mais cláusula fiduciária”; na verdade, a cláusula fiduciária acoplada a um tipo legal configura ainda um contrato unitário, “*todo ele transmutado em prol do escopo anómalo*”. Refira-se que esta perspetiva unitária do negócio fiduciário mereceu já acolhimento jurisprudencial, devendo ser referido o Ac. do S.T.J., de 17/12/2002 (PINTO MONTEIRO), em que se descreve o negócio fiduciário como “o negócio atípico pelo qual as partes adequaram através de um pacto — o *pactum fiduciae* — o conteúdo de um negócio típico a uma finalidade diferente da que corresponde ao negócio instrumental por elas usado”, constituindo, por isso, um “único negócio e não uma dualidade negocial”.

¹⁵³ Assim, CASTRO MENDES, *Teoria geral do Direito civil*, pp. 167 ss., que sustenta a validade dos contratos fiduciários com base justamente no princípio da autonomia privada (cf. art. 405.º) e da admissibilidade de limitações obrigacionais ao direito de propriedade (cf. art. 1306.º). Neste sentido, recentemente, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 270. Na jurisprudência, neste sentido, por exemplo Ac. do S.T.J., 11/05/2006 (SALVADOR DA COSTA).

¹⁵⁴ Para além dos textos já citados, ver ainda CARVALHO FERNANDES, *Lições de Direitos Reais*, p. 237, e OLIVEIRA ASCENSÃO, *A Tipicidade*, pp. 168 ss., e *Direito Civil — Reais*, pp. 286-287.

¹⁵⁵ Para isto, merece especial referência a posição de PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 281 ss., que, na sua refutação da construção de BELEZA DOS SANTOS, demonstra bem a distinção que deve ser traçada entre, de um lado, a identificação da causa (função) que em concreto subjaz a um negócio jurídico, por referência a uma causa (função) típica, e a recondução (ou não) deste negócio a um tipo legal. Para a fundamentação da admissibilidade do negócio fiduciário no direito espanhol, que seguiu um caminho em parte paralelo ao do direito português, cf. GARRIGUES, *Negocios Fiduciarios*, p. 27 ss.

Assentes os pressupostos dogmáticos da admissibilidade do negócio fiduciário¹⁵⁶ e, em consequência, delimitadas com rigor as fronteiras com a simulação¹⁵⁷ (e também com a fraude à lei)¹⁵⁸, a atenção da doutrina *sobrou* para a identificação mais cuidada dos traços característicos do negócio fiduciário e, nesta perspetiva, para sua compatibilização com o princípio da tipicidade dos direitos reais. Ecoando fórmulas que se disseminaram noutras longitudes, e em particular nos ordenamentos alemão e no italiano, a doutrina dominante identificou no negócio fiduciário a combinação de duas componentes¹⁵⁹: de um lado, um efeito real, que se materializa na transmissão (temporária¹⁶⁰) para um fiduciário de um direito tendencialmente pleno e exclusivo sobre determinado bem (quase sempre, de

¹⁵⁶ Que surge quase sempre aproximado à categoria dogmática do negócio indireto — assim, por exemplo, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Teoria Geral*, III, p. 308. Na jurisprudência, a validade genérica do negócio fiduciário é hoje um dado bem consolidado; veja-se, com uma descrição da evolução doutrinal sobre o tema e fundamentação cuidada no sentido da validade daquela figura negocial, o Ac. do STJ, de 16/03/2011 (LOPES DO REGO), o Ac. do STJ, de 11/05/2006 (SALVADOR DA COSTA) e o Ac. do STJ, de 17/02/2002 (PINTO MONTEIRO).

¹⁵⁷ Cf., por exemplo, CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral*, pp. 356 ss., e “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 251 ss.; GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, pp. 193 ss.; PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 303 ss. Em síntese, a distinção entre o negócio fiduciário e a simulação (relativa) obtém-se a partir do reconhecimento de que aquele consubstancia um ato efetivamente pretendido, enquanto na simulação relativa o negócio aparente não o é, sendo pretendido antes o dissimulado. Para uma abordagem recente e abrangente do tema, não apenas focado na doutrina portuguesa, cf. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 83 ss.

¹⁵⁸ O problema da fraude à lei no negócio fiduciário leva a doutrina a distinguir entre a fidúcia com fins de gestão ou fidúcia com fins de garantia (expressamente assim, por exemplo, GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, pp. 194 ss., e CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 248 ss.). A fidúcia com fins de gestão não suscitaria nenhuma particularidade face aos negócios jurídicos em geral; ela será ilícita se ilícito for o seu fim, designadamente por pretender enganar terceiros — cf. GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, pp. 194-195; CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, p. 249; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Teoria Geral*, III, pp. 308-309. A este respeito, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 270, nota que “se o escopo pretendido for proibido, o negócio é nulo (280.º/1 e 294.º)”. Refira-se, de resto, que esta perspetiva foi já acolhida na jurisprudência, tendo o S.T.J. concluído já que “se a fidúcia, designadamente a fidúcia com creditor envolver fraude à lei ou não se demarcar suficientemente da simulação relativa, existirá uma invalidade, mas por esse motivo e não pela causa fiduciária) — cf. Ac. do S.T.J., de 17/12/2002 (PINTO MONTEIRO). É porém mais discutida a validade da *fiducia cum creditore*, essencialmente pela projeção da *lex commissoria* e, portanto, das disposições que visam tutelar a posição do devedor-garante. Já vimos atrás que GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, p. 194, rejeita liminarmente a validade do negócio fiduciário com fins de garantia, precisamente por se traduzir em fraude à lei, em particular a certas disposições que regulam o penhor. Mais genericamente, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Teoria Geral*, III, p. 309, parece concluir que se a *disfuncionalização*, que por princípio subjaz ao negócio fiduciário, for utilizada para frustrar normas injuntivas, o negócio será inválido. A introdução no ordenamento português do regime das garantias financeiras e, neste âmbito, da alienação fiduciária em garantia, reacendeu entre nós o debate em torno deste problema; a ele serão dedicadas já de seguidas algumas linhas.

¹⁵⁹ Assim, por exemplo, GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, p. 189, em cuja definição está ainda presente a designação de *convenção positiva* e *convenção negativa* — a primeira relativa ao ato transmissivo e a segunda ao vínculo fiduciário — que, como vimos atrás, era usada por BELEZA DOS SANTOS. Ver também CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 228-229. A fórmula é igualmente usada na jurisprudência: veja-se, por exemplo, Ac. do S.T.J., de 11/05/2006 (SALVADOR DA COSTA), referindo-se ao elemento real da transmissão e ao elemento obrigacional da restituição.

¹⁶⁰ Mesmo que tal não seja expressamente regulado no *pactum fiduciae*, constitui característica transversal da titularidade fiduciária de direitos o seu caráter (pelo menos em abstrato) não perpétuo — PINTO DUARTE, *Curso de direitos reais*, p. 163.

propriedade)¹⁶¹; e, de outro, porque o alcance daquele efeito transmissivo seria afinal excessivo¹⁶², uma limitação contratual do exercício daquele mesmo direito em benefício do interesse do fiduciante¹⁶³. Tal combinação não impediria, porém, a configuração unitária do negócio fiduciário¹⁶⁴, enquanto verdadeiro negócio *atípico*¹⁶⁵. A respeito da fidúcia de gestão, alguns autores aproximam-na já do mandato sem representação¹⁶⁶; sem que, todavia, e ao contrário do que sucede noutros direitos, se identifique no regime daquele contrato típico a regulação genérica dos modos de atuação fiduciária.

A compatibilização desta conformação de interesses que subjaz ao negócio fiduciário *atípico* — i.e. não objeto de cobertura legal específica — com o *numerus clausus* dos direitos reais seria assegurada reconhecendo ao fiduciante uma pretensão meramente obrigacional, oponível apenas ao fiduciário e não (“salvo em casos especiais”¹⁶⁷) a terceiros¹⁶⁸. Só assim, rejeitando uma qualquer *coisificação* da posição em que fica investido o fiduciante e, portanto, rejeitando, na falta de preceito legal específico, a oponibilidade *erga omnes* dos direitos que para ele resultam da cláusula fiduciária, seria respeitado o comando imperativo do art. 1306.º/2, que proíbe restrições reais ao direito de propriedade (no caso, do

¹⁶¹ Cf. PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, p. 276, sendo reconduzível à categoria dos negócios reais *quoad effectum*.

¹⁶² Porque é pleno, GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, p. 189.

¹⁶³ Cf. CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 227 ss.; MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 271. Para um acolhimento desta configuração do negócio fiduciário na jurisprudência, cf. o Ac. da RE, de 15-12-2009 (CONCEIÇÃO BENTO): “o contrato fiduciário é constituído por uma atribuição patrimonial real — já que o fiduciário é investido numa situação jurídica, normalmente propriedade plena — com eficácia erga omnes, limitada por uma convenção de natureza meramente obrigacional entre fiduciante e fiduciário (pacto fiduciário), oponível apenas entre estes, pelo qual este se compromete a não exceder, no exercício do direito, o que seja necessário para a prossecução do fim e a restituir”.

¹⁶⁴ Cf. CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 232 ss., rejeitando portanto que a estrutura do negócio fiduciário incluisse um negócio abstrato de disposição; MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, pp. 269-270.

¹⁶⁵ Isso mesmo é demonstrado cabalmente por PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 277 ss. e pp. 294 ss.; também, CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, p. 233.

¹⁶⁶ Nesse sentido, por exemplo, CASTRO MENDES, *Teoria geral do Direito civil*, pp. 166-167; GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, pp. 190-191, refere em particular o caso do mandato para alienar ou para administrar, que pressupõem a transmissão do bem do mandato para o mandatário e, portanto, uma verdadeira *alienação fiduciária*. Veja-se, também, CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 238-239, referindo igualmente, no domínio comercial, a figura da comissão (arts. 266.º ss. CCom).

¹⁶⁷ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 271.

¹⁶⁸ Por todos, PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 273 ss., concluindo que a projeção do princípio da tipicidade, não impedindo a validade e eficácia dos contratos fiduciários, impõe a caracterização do fiduciário enquanto “verdadeiro proprietário pleno”, obrigado porém a “de boa fé, exercer o seu direito de propriedade de acordo com a finalidade da fidúcia” (p. 276).

fiduciário)¹⁶⁹. De qualquer modo, persiste da doutrina anterior, como continua a suceder na literatura estrangeira, a definição do negócio fiduciário por referência às ideias de *desproporção* ou *excesso* entre efeito jurídico e finalidade jurídico-económica prosseguida pelas partes¹⁷⁰. Característica do negócio fiduciário, e seu resultado incontornável em virtude da transmissão plena para o fiduciário limitada apenas por um vínculo obrigacional, seria a *possibilidade de abuso* pelo fiduciário, pelo que na génese da figura estaria a especial confiança depositada pelo fiduciante no devido cumprimento do *pactum fiduciae* pelo fiduciário¹⁷¹.

Este processo de consolidação da dogmática do negócio fiduciário não bastou todavia para o aprofundamento de alguns dos temas que ocupavam já os juristas noutros ordenamentos, em particular os relacionados com a tutela do fiduciante face a terceiros. Na verdade, assente a admissibilidade do negócio fiduciário para fins de gestão e (ainda que mais discutida) de garantia, é patente nesta doutrina alguma resignação quanto aos efeitos plenos da transmissão do bem fiduciário a ele subjacente e à incapacidade de encontrar fundamentos normativos para tutelar a posição creditícia em que fica investido o fiduciante, designadamente perante os credores gerais do fiduciário¹⁷² ou face a terceiros adquirentes ao fiduciário de um direito incompatível sobre aquele bem¹⁷³.

¹⁶⁹ Assim, CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, p. 228; PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 273 ss.; MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 270.

¹⁷⁰ Cf., por exemplo, CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 227 ss.; J. COSTA GOMES, *Da revogação do mandato civil*, p. 88; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Teoria Geral*, II, p. 308, e *Teoria Geral*, III, p. 308.

¹⁷¹ Neste sentido, CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, p. 227; GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, p. 190; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Teoria Geral*, III, p. 309; PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, p. 285, e *Teoria Geral*, pp. 640-641. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 270, acrescenta que este especial apelo à confiança no cumprimento da cláusula fiduciária resulta na imposição de prestações secundárias e deveres acessórios particularmente densos.

¹⁷² PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, p. 290, por exemplo, propondo soluções inovadoras para o problema da infidelidade do fiduciário (cf. nota seguinte), parece *conformado* com a doutrina comum que recusa ao fiduciante um direito de separação num cenário de insolvência do fiduciário, afinal o proprietário do bem. Porém, no seu *Manual de Teoria Geral*, pp. 646-747, sugere já o recurso ao art. 1184.º, quando o “fiduciário tiver sido investido na titularidade dos bens fiduciários através de um contrato de mandato sem representação”. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 268, por seu turno, configura o fiduciante como um mero credor, não lhe sendo, em consequência, conferido um direito de separação análogo ao que, considera ainda o autor, consagra o direito alemão. O autor concebe, porém, uma exceção no domínio da intermediação financeira, previsto no art. 306.º/2 CdVM — via que, como se adivinhará, será objeto de análise aprofundada nesta dissertação (cf. 12.º).

¹⁷³ Para estas chamadas situações de infidelidade, GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, p. 190, nota 200, conclui ser válido um ato de transmissão do bem fiduciário mesmo se desrespeitado o fim da fidúcia, sendo apenas sacrificada uma obrigação e, portanto, gerada responsabilidade obrigacional. No mesmo sentido, também CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 228-229, e MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 271. Tudo isto sem prejuízo da eventual tutela penal de que possa beneficiar o fiduciante — por todos, CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, p. 229. Suscita o

III. Os anos recentes trouxeram uma *terceira vaga* no desenvolvimento doutrinal do tema do negócio fiduciário, em grande medida motivada por desenvolvimentos normativos relevantes e pela consolidação de novas práticas no comércio jurídico. Para ela contribuiu, de um lado, a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 105/2004, de 8 de Maio¹⁷⁴, que veio expressamente consagrar no nosso direito, ainda que com um campo de aplicação delimitado, a alienação fiduciária em garantia¹⁷⁵. De outro, relevou o assinalável interesse na alienação fiduciária em garantia e, em especial, na cessão de créditos em garantia, justificado pela relevância daquelas figuras nalguns quadrantes do tráfego¹⁷⁶; precisamente este interesse na cessão de créditos em garantia motivou estudos de fôlego que trouxeram significativos avanços dogmáticos, relevantes para a resolução de questões de regime e contribuindo para reduzir a distância que separava a representação doutrinal do negócio fiduciário em Portugal face ao que sucedia noutros direitos¹⁷⁷. Para além de um significativo aprofundamento da modalidade da *fiducia cum creditore*, que reacendeu o debate antigo em torno da admissibilidade genérica dos contratos de alienação da propriedade em garantia —

problema, sem porém oferecer resposta, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Teoria Geral*, III, p. 309. Quem, nesta fase, mais desenvolveu o tema da reação do fiduciante a situações de infidelidade do fiduciário foi PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 295 ss., avançando por caminhos que, análogos aos que iam sendo sustentadas noutros direitos continentais, foram inovadores entre nós, lançando as bases normativas para uma proteção do fiduciante, mesmo contra terceiros, bem maior do que até então era aceite. Não sendo ainda o tempo de olhar com atenção para estes problemas de regime, que serão, como anunciado, detalhados mais adiante — cf. §§ 4.º ss. —, deve ser notado que aquele autor suscitava já a possibilidade de recurso à execução específica como meio de tutela do fiduciante (p. 286), ao regime do abuso do direito e tutela da boa fé, bem como ao regime do enriquecimento sem causa (p. 287); a estes meios acresceria a responsabilidade civil contratual (p. 287).

¹⁷⁴ Que transpôs para a ordem jurídica portuguesa a Diretiva n.º 2002/47/CE, do Parlamento e do Conselho, de 8 de Junho, relativa aos acordos de garantia financeira.

¹⁷⁵ Sobre os acordos de garantia financeira no direito português, e especificamente sobre a alienação fiduciária em garantia consagrada no aludido instrumento normativo, ver, entre outros, CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros*, I, pp. 211 ss.; MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, pp. 731 ss. e pp. 749 ss.; MONTEIRO PIRES, *Alienação em Garantia*, pp. 134 ss.; PESTANA DE VASCONCELOS, “Os contratos de garantia financeira”, pp. 1275 ss.

¹⁷⁶ Veja-se, por exemplo, o Ac. do STJ, de 16/03(2011) (LOPES DO REGO). ROMANO MARTINEZ / FUZETA DA PONTE, *Garantias do Cumprimento*, pp. 64 ss., assinalam a relevância, na prática bancária, do contrato de escrow que assume natureza fiduciária, uma vez que — no quadro tipicamente de uma relação trilateral — a *propriedade* dos bens objeto de depósito é transferida para a entidade depositária.

¹⁷⁷ Os contributos mais significativos são os de PESTANA DE VASCONCELOS, A cessão de créditos em garantia e a insolvência e de PEREIRA DAS NEVES, A cessão de créditos em garantia. Entre a realização de situações obrigacionais e a relativização de situações reais. Merece igualmente referência a monografia de MONTEIRO PIRES referida na nota anterior. Também MORAIS ANTUNES, *Do Contrato de Depósito Escrow*, pp. 285 ss., escrevendo a respeito das situações — consideradas pelo autor como excepcionais — em que o depósito *escrow* tem subjacente um negócio fiduciário (com fins de gestão, garantia, ou ambos), procede também a um levantamento dos *meios jurídicos* de que o fiduciante dispõe para reagir ao perigo de abuso do fiduciário.

que não interessa todavia aprofundar¹⁷⁸ —, é assinalável nesta *vaga* recente a aproximação, cada vez mais assumida, do negócio fiduciário ao quadro dogmático do mandato sem representação, numa tendência que denota uma maior permeabilidade a soluções desenvolvidas noutros ordenamentos¹⁷⁹. Essa aproximação manifesta-se não apenas na expressa recondução do mandato sem representação à categoria dos negócios fiduciários típicos para administração ou gestão¹⁸⁰, mas essencialmente na identificação do regime jurídico consagrado no Código Civil para aquele contrato típico como o quadro normativo

¹⁷⁸ Mesmo após a aceitação da viabilidade do negócio fiduciário no direito português, persistiu em alguma doutrina uma posição restritiva relativamente à *fiducia cum creditore*, assente no pressuposto de que tal modalidade de negócio fiduciário, mesmo compatível com o sistema causal de transmissão de propriedade, violaria normas legais de proteção do devedor, designadamente a proibição do pacto comissório (cf., por todos, GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, pp. 188 ss.). A refutação deste argumento, em grande medida assente na limitação da alienação fiduciária em garantia com base no chamado pacto marciano, e portanto a partir da estipulação da obrigação de o credor garantido pagar ao seu devedor a diferença entre o valor objetivo do bem dado em garantia e o montante da obrigação garantida, conduziu parte significativa da doutrina, por seu turno, a tomar posição favorável à admissibilidade da alienação fiduciária em garantia no nosso direito. J. COSTA GOMES, *Assunção fidejussória*, pp. 90 ss., aceitando que a validade da alienação em garantia depara com enormes dificuldades na sua harmonização com a proibição do pacto comissório, delimita as fronteiras da licitude da figura através da estipulação de “mecanismos tendentes à congruidade entre o valor do crédito cedido e o montante do crédito garantido”, para além de deverem ser asseguradas “as cautelas exigidas para a validade do pacto marciano” (p. 99). Em sentido próximo, CARVALHO FERNANDES, “A admissibilidade do negócio fiduciário”, pp. 249 ss., faz também depender a validade da alienação fiduciária em garantia da inserção de “disposições que, à semelhança daquela de que emerge a obrigação de restituição que caracteriza o pacto marciano, ponham o devedor a coberto de um locupletamento injustificado do credor, obtido mediante a apropriação do bem transmitido”. A validade genérica, dentro destes limites, da alienação fiduciária em garantia é também sustentada por PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 281 ss.; PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 83 ss.; PINTO DUARTE, *Curso de direitos reais*, pp. 161 ss.; MENEZES LEITÃO, *Garantia das Obrigações*, pp. 254 ss. e pp. 268 ss.; ANDRADE DE MATOS, *O pacto comissório*, pp. 193 ss. Recentemente, também MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 268, veio sustentar que a alienação fiduciária em garantia “será possível desde que, em concreto, não ponha em crise a proibição dos pactos comissórios ou desde que caia no espaço de permissividade do Decreto-Lei n.º 105/2004, de 8 de Maio”. PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 144 ss., por seu turno, sustenta que a validade da alienação fiduciária em garantia não estará sequer dependente da estipulação de um pacto marciano, entendendo, em síntese, que o devedor/fiduciante permanece titular de uma situação jurídica residual, que assegura e impõe, por si só, a obrigação de o credor/fiduciário, mesmo em caso de incumprimento, devolver o excesso. A posição destes autores parece ser confirmada pelo recente Ac. do STJ, de 16/03/2011 (LOPES DO REGO), que aceita a validade da alienação fiduciária em garantia envolvendo um imóvel, distinguindo a figura claramente quer da venda a retro, quer da constituição de garantias de natureza real e, depois de um percurso hermenêutico cuidado, concluindo que ela não violaria a proibição do pacto comissório. Num texto recente, FERREIRA DE ALMEIDA, “A Alienação da propriedade em garantia”, pp. 311 ss., elaborou o que o próprio autor qualificou de *perspectiva prudente*, acabando por defender a inadmissibilidade genérica da alienação fiduciária em garantia, embora com fundamentos distintos dos da perspectiva negativista tradicional, assentes no *numerus clausus* dos direitos reais de garantia, decorrente do princípio da *par conditio* consagrado no art. 604.º/2, que consubstanciaria um obstáculo intransponível para a criação negocial de garantias reais não tipificadas na lei. Em consequência, para o autor, a alienação fiduciária em garantia seria apenas válida como garantia real nos casos previstos na lei, designadamente no âmbito restrito dos contratos de garantia financeira previstos no Decreto-Lei n.º 105/2004.

¹⁷⁹ Constitui um traço comum à generalidade dos textos recentes sobre o negócio fiduciário um assumido pendor juscomparativo, em particular pelos direitos alemão, italiano e, com menor densidade, inglês, perspetiva que propiciou o surgimento de propostas inovadoras no nosso direito.

¹⁸⁰ Assim, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 251 ss.

modelar para as situações de titularidade fiduciária de direitos¹⁸¹. Isso permitiu explorar a vocação expansiva de certas normas legais destinadas a tutelar do mandante, em particular da disciplina que assegura a separação dos bens do mandato em caso de insolvência do mandatário¹⁸², ensaiando a sua aplicação genérica às situações de titularidade fiduciária¹⁸³, incluindo (recorrendo à analogia) às situações de titularidade fiduciária em garantia¹⁸⁴.

Para além deste enfoque na chamada dimensão externa da relação fiduciária — *i.e.* a potencial conflitualidade entre as posições do fiduciante e de terceiros, estranhos àquele arranjo fiduciário —, que não constitui sequer a preocupação central destas páginas iniciais, é crescente o cuidado na própria delimitação das fronteiras do negócio fiduciário. Em linha, uma vez mais, com tendências cada vez mais consolidadas na literatura estrangeira, há autores que questionam a descrição do negócio fiduciário com referência à ideia de desproporção ou excesso entre meio jurídico e finalidade prosseguida, notando que a transmissão de uma posição plena é o resultado pretendido, por ser o único compatível com a intenção prosseguida por fiduciante e fiduciário¹⁸⁵. Subsiste, todavia, a identificação *do risco de abuso* pelo fiduciário, decorrente da posição puramente creditícia do fiduciante¹⁸⁶, enquanto “elemento que (...) atravessa todos os negócios fiduciários”¹⁸⁷, bem como, ainda que com vozes discordantes¹⁸⁸, a identificação de um *investimento de confiança* como traço definidor do negócio fiduciário¹⁸⁹.

¹⁸¹ Neste sentido, VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, pp. 1132 ss.

¹⁸² Cf., em particular, o regime vertido no art. 1184.º (cf., detalhadamente, §5.1).

¹⁸³ Cf., por exemplo, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 203 ss. e pp. 231 ss.; VAZ TOMÉ/LEITE DE CAMPOS, *A Propriedade Fiduciária (Trust)*, p. 225. VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, pp. 1091 ss. Na literatura mobiliária, veja-se também M. GALVÃO TELES, “Unidroit preliminary draft convention”, pp. 437-438.

¹⁸⁴ É a posição defendida por PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 523 ss., e PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 685 ss. Suscitando dúvidas em relação à aplicação do art. 1184.º nas situações de titularidade fiduciária com fins de garantia, em particular na fase em que o credor não viu ainda satisfeito o seu crédito, MONTEIRO PIRES, *Alienação fiduciária em garantia*, pp. 227 ss.

¹⁸⁵ Cf. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 58 ss.

¹⁸⁶ Aflorado, ainda que incidentalmente, como característica distintiva do negócio fiduciário no Ac. do STJ, de 17/12/2009 (FONSECA RAMOS). Na doutrina, MORAIS ANTUNES, *Do Contrato de Depósito Escrow*, pp. 285 ss.

¹⁸⁷ Cf. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 61 ss., notando embora que este elemento não chegaria para “colocar em destaque todos os aspectos que marcam o negócio fiduciário”. Na realidade, o autor conclui ser traço definidor do negócio fiduciário, decorrência da sua particular estrutura jurídica, a peculiar situação de debilidade em que se encontra o fiduciante, designada por *risco fiduciário*, materializado na recusa de transmissão, na transferência a terceiro, na penhora e na declaração de insolvência do fiduciário (p. 63).

¹⁸⁸ É o caso de PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 246 ss. (cf. §2).

¹⁸⁹ A construção da figura a partir da especial confiança depositada no fiduciário, como forma de superação do *desnível* que o negócio fiduciário encerraria, parece ser aceite, por exemplo, por CARNEIRO DA

§2.º Apreciação crítica: o núcleo definidor de um conceito-tipo de negócio fiduciário de gestão

I. Terminado este percurso de enquadramento, que nos levou da *fiducia* romana à dogmática atual do negócio fiduciário em alguns ordenamentos de referência e que culminou com uma breve apresentação do *estado da arte* na doutrina portuguesa, impõe-se um esforço de síntese para identificar uma noção preliminar de negócio fiduciário que, retratando a essência do fenómeno no comércio jurídico, constitua — e delimite — o objeto privilegiado da análise que se pretende levar a cabo nesta dissertação. Justamente porque, pela ordem natural das coisas, estão por tratar os aspetos de regime decisivos para a caracterização do instituto, em especial os problemas relacionados com a *projeção externa* da posição em que fica investido o fiduciante, não poderá, nesta fase ainda introdutória, ser oferecido um conceito definitivo que capture as potencialidades dogmáticas da figura. Permanecendo num patamar anterior, mas que se afigura essencial de um prisma metodológico, o que se propõe é apenas identificar, de forma rigorosa e descomprometida, uma *noção mínima* de negócio fiduciário (de gestão), composta pelos elementos estruturais e funcionais que traduzem a essência desta figura, ainda que não esgotem o seu conteúdo normativo. De fora ficam, por agora, aqueles traços definidores da figura que, por dizerem respeito a aspetos centrais de regime, não podem ser, desde já, simplesmente assumidos¹⁹⁰.

Por razões que estão sugeridas no parágrafo anterior, não é dispensável a tarefa anunciada, ou sequer substituível por uma remissão para o que na literatura (portuguesa ou estrangeira), mesmo a mais atual, se escreveu em torno da noção de negócio fiduciário, da delimitação das suas fronteiras com figuras afins, ou do seu conteúdo e estrutura típica. Na verdade, são de significativo alcance algumas insuficiências das abordagens

FRADA, *Teoria da Confiança*, p. 545. Também neste sentido, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 62-63; na jurisprudência, Ac. do S.T.J., de 17/12/2002 (PINTO MONTEIRO).

¹⁹⁰ Por outras palavras, o que nesta fase ainda embrionária do estudo se sugere é que a devida consideração do conjunto de elementos normativos que se projetam sobre a categoria do negócio fiduciário — e que serão estudados nas páginas que se seguem — parece, na verdade, impedir a apresentação desta figura sob a forma de um conceito-classificatório, fixado “exclusivamente por notas distintivas irrenunciáveis” (LARENZ, *Metodologia*, p. 299), surgindo antes como um *conceito-tipo*, caracterizado por um mínimo denominador comum e, depois, por um conjunto de notas características tendenciais ou eventuais, em grande medida relacionadas com o regime jurídico aplicável em concreto. Voltaremos a alertar para este aspeto metodológico da dogmática fiduciária ao longo da dissertação. Entre nós, sobre a distinção entre conceito-classificatório e conceito-tipo, PINTO DUARTE, *Tipicidade*, pp. 96 ss. Na jurisprudência, veja-se a preferência expressa pela descrição da fidúcia, por oposição à sua descrição, por exemplo no Ac. do STJ, de 16/03/2011 (LOPES DO REGO) e no Ac. do STJ, de 17/02/2002 (PINTO MONTEIRO).

contemporâneas do negócio fiduciário, pelo menos daquelas que se afirmaram como dominantes, na doutrina e nos tribunais. Tais insuficiências não contribuem apenas para uma acentuada fluidez conceptual; acima de tudo, elas estão na base de um conjunto de equívocos que se manifestam nas tentativas de (aparente) resolução dos problemas de regime suscitados pelo fenómeno fiduciário, em particular daqueles que colocam em tensão as posições das partes na relação fiduciária e as de terceiros.

Dito de outro modo, na base da suposta *simplicidade* e da *resignação* que caracterizam as respostas oferecidas pelas concepções dominantes parece estar, desde logo, uma incorreta apresentação e densificação da categoria do negócio fiduciário. Quase sempre, esta noção surge muito mais marcada por um excessivo apego às suas origens históricas — quer à fidúcia do direito romano, quer aos modelos afirmados ao tempo da sua redescoberta pela pandectística tardia —, do que por um esforço isento e descomprometido de identificação do conteúdo característico e estável do negócio fiduciário, independentemente da resposta que o ordenamento consagra para certos problemas jurídicos. São comuns, por outro lado, as tentativas de descrever o negócio fiduciário através de um conjunto de fórmulas que, sendo embora expressivas para transmitir a essência da figura, se afiguram demasiado vagas para, por si só, lhe conferir densidade dogmática, e muito menos aptas a distinguir o negócio fiduciário de outras figuras próximas¹⁹¹.

Daí que a densificação rigorosa de um conceito de negócio fiduciário, que se mostre apto para integrar realidades jurídicas funcionalmente análogas mas que ao mesmo tempo revele a consistência dogmática necessária para a correta descrição e qualificação de fenómenos negociais do tráfego, não se esgote no propósito pragmático (mas também ele essencial) de delimitação do âmbito da análise proposta. Além disso, é preciso expurgar dele alguns elementos que lhe são associados na literatura e que não apenas ofuscam os verdadeiros traços estruturais e funcionais que caracterizam o fenómeno fiduciário, mas contribuem também para um indesejável enviesamento do campo dogmático em que, depois, se procura dar resposta a problemas de regime e, em particular para o que interessa

¹⁹¹ Assim acontece, por exemplo, com o recurso à ideia do fiduciário como um *portador de um interesse alheio*, ou às ainda comuns referências, mesmo na literatura continental, a uma alegada cisão entre a *propriedade jurídica* e *propriedade* ou *pertença económica* do bem fiduciário. Como se verá adiante, é precisamente com recurso a estas ideias que a jurisprudência germânica começa por, ainda hoje, descrever a *Treuhand* (cf. §3.1). Neste sentido, na literatura alemã, criticando a natureza vaga e ambígua da generalidade das fórmulas utilizadas para descrever o fenómeno fiduciário, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 32 ss.

ao âmbito deste estudo, às questões relacionadas com a oponibilidade do vínculo fiduciário a certas categorias de terceiros.

II. A principal inconsistência das tentativas de conceptualização do fenómeno fiduciário, mesmo na doutrina mais atual, reside na *contaminação* do conceito de negócio fiduciário com (supostos) traços de regime, relacionados com a quase sempre pressuposta *debilidade* que caracterizaria a posição do fiduciante — mas que são afinal incertos. Persiste a identificação generalizada da essência do negócio fiduciário com uma alegada *possibilidade de abuso* da parte do fiduciário ou, visto da perspetiva do fiduciante, com o chamado *risco fiduciário*¹⁹², identificado com a recusa de (re)transmissão do bem fiduciário, com a insolvência do fiduciário ou com a alienação a terceiros do acervo patrimonial que constitui o objeto da relação fiduciária¹⁹³. Isto em consequência da transmissão de uma situação jurídica plena para o fiduciário (*efeito real*), limitada apenas nos termos do *pactum fiduciae* (*efeito obrigacional*), da qual resultaria, como traço incontornável da relação fiduciária, aquela situação de especial vulnerabilidade em que ficaria investido o fiduciante.

Em si mesmo, a possibilidade de *abuso* por uma das partes de uma relação contratual, ou melhor, de incumprimento de um programa contratual não constitui, seguramente, um traço distintivo do negócio fiduciário; esta é antes uma característica (*rectius*, uma contingência) comum a todos os tipos contratuais, em que credor e devedor se apresentam com pretensões recíprocas de fonte negocial. Assim sendo, pouco sentido faz, nem é sequer comum (salvo no que ainda diz respeito à doutrina do negócio fiduciário...), caracterizar dogmaticamente uma determinada categoria contratual tomando como elemento definidor o *risco* de incumprimento¹⁹⁴. Aliás, a situação jurídica potencialmente *arriscada* que a doutrina insiste em assinalar como característica distintiva do negócio fiduciário — o reconhecimento, a uma das partes, de uma posição jurídica real e, a outra, de uma posição creditícia que se projeta sobre o bem que é objeto daquele direito real — pode, com relativa facilidade, ser identificada noutros quadrantes, incluindo em contratos

¹⁹² “A fidúcia tem inerente o risco de infidelidade”, é a fórmula — paradigmática no panorama doutrinal — de PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral*, p. 643.

¹⁹³ Veja-se, como manifestação eloquente disto que se diz no texto, a descrição da figura feita por GARRIGUES, *Negocios Fiduciarios*, p. 19 ss.

¹⁹⁴ Por exemplo, não é comum a caracterização da doação onerada por um encargo pela possibilidade de incumprimento pelo donatário, ou o mútuo pela possibilidade de o mutuário se recusar a cumprir a obrigação de juro devida ou de, no termo do contrato, *restituir outro tanto do mesmo género e qualidade*.

tipificados na lei, sem que isso lhes seja apontado como traço diferenciador¹⁹⁵. Na verdade, se se pretender definir o negócio fiduciário com base na possibilidade de incumprimento, pelo fiduciário, do acervo de obrigações de fonte negocial a que se encontra vinculado e, por essa via, com base no risco de desvio do bem fiduciário para fins que não os constantes do *pactum fiduciae*, não se estará a identificar um traço que, por si só, distinga esta categoria negocial da generalidade dos tipos contratuais. Isto para além da evidente contradição, presente ainda na literatura atual, que é assinalar como traço característico do negócio fiduciário a situação de debilidade do fiduciante, para depois encontrar, no direito positivo, fundamentos sólidos que afastam essa debilidade.

Mas o que de mais grave escondem estas ideias de *risco fiduciário* ou de *possibilidade de abuso* enquanto supostos elementos definidores da categoria dogmática do negócio fiduciário é, como se já sugeriu, a intromissão de determinados aspetos de regime cuja validade é assumida, ao passo que são diluídos os elementos estruturais e funcionais que verdadeiramente contribuem para distinguir esta categoria negocial. Esta perspetiva não é apenas metodologicamente incorreta, invertendo o prisma da análise e partindo de elementos eventuais e mutáveis para a consolidação do conteúdo de um determinado tipo negocial¹⁹⁶. Mais grave do que isso, ela é reveladora de um conjunto de pré-juízos dogmáticos que, mesmo podendo (já) não estar adequados ao direito posto, entram em cena logo na determinação do conceito de negócio fiduciário, contaminando a subsequente análise do regime aplicável. De facto, a definição do negócio fiduciário por referência à ideia de *risco fiduciário* traz consigo, mesmo que apenas de forma subliminar, um conjunto de postulados dogmáticos cuja validade normativa, encontrando fundamentos na tradição civilista, não pode dispensar um teste sério perante o direito positivo. Sucede que,

¹⁹⁵ Pense-se, uma vez mais a título exemplificativo, para além do caso do mútuo ou do depósito irregular, em que o mutuante/depositante está exposto ao risco de incumprimento da obrigação de restituição, também nos casos da compra e venda em que a entrega da coisa é diferida, em que o proprietário está exposto ao risco de alienação da coisa a terceiro de boa fé ou, ainda e significativamente, do mandato sem representação, em qualquer uma das suas modalidades, nas quais o mandante está também exposto ao risco de *desvio* dos bens do mandato pelo mandatário.

¹⁹⁶ Veja-se, em sentido próximo, BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, p. 243. LÖHNIG, *Treuhand*, p. 115, por seu turno, nota que a chamada *questão da separação* (*Aussonderungsfrage*), relacionada com a oponibilidade da posição do fiduciante aos credores gerais do fiduciários, diz respeito apenas a uma pequena esfera das relações fiduciárias, não podendo ser identificada como um traço distintivo do negócio fiduciário. No limite, e continuando a enunciar a hipótese atrás formulada segundo a qual o conceito de negócio fiduciário parece dever ser reconduzido à categoria dos conceitos-tipo, parece que certos aspetos de regime tipicamente inseridos pela doutrina na própria definição de negócio fiduciário — em particular, os que assinalam a inoponibilidade a terceiros da posição em que fica investido o fiduciante — constituem afinal *qualidades* meramente eventuais, cuja não verificação no caso concreto não impede a recondução ao conceito(-tipo) de negócio fiduciário; sobre a operação de recondução a um tipo, PINTO DUARTE, *Tipicidade*, pp. 99 ss.

intrometendo-se — mal — na própria apresentação da figura, eles enviesam depois o terreno dogmático em que, por exemplo, se situa a discussão em torno do reconhecimento de *externalidades* à relação fiduciária¹⁹⁷.

III. Esta definição do negócio fiduciário por referência ao *risco fiduciário*, que seria aqui um traço distintivo dos demais tipos contratuais, é depois reforçada pela ideia, que também persiste na doutrina atual, de que esta categoria negocial seria caracterizada por um especial apelo à *confiança*. Relegando para a irrelevância, mesmo que apenas de forma implícita, os meios de tutela para situações de incumprimento contratual, diz-se sem mais que o negócio fiduciário assenta decisivamente na confiança que o fiduciante deposita no cumprimento, pelo fiduciário, do acervo obrigacional a que este se encontra vinculado¹⁹⁸.

A verdade é que, como aliás já foi entre nós demonstrado¹⁹⁹, a confiança não traduz, por si só, um traço individualizador do negócio fiduciário. Representando a confiança um fundamento comum à generalidade dos tipos contratuais, a situação em que fica investido o fiduciante não se distingue fundamentalmente daquela em que, na generalidade dos casos, fica investido um credor perante um seu devedor²⁰⁰. De forma paralela ao que atrás se notou a respeito da insistência, ainda dominante, nas ideias de *poder de abuso* ou de *risco fiduciário*, ao assinalar a *confiança* como elemento indissociável e distintivo do negócio fiduciário, a doutrina sugere, uma vez mais, a inevitabilidade da posição débil em que se encontraria o fiduciante. Ao fazê-lo, não se está apenas — o que seria por si só grave — a desconsiderar por completo a proteção decorrente para o fiduciante das situações jurídicas

¹⁹⁷ No que considero ser a direção certa, veja-se a descrição da categoria do negócio fiduciário constante do já citado o Ac. da RE, de 15-12-2009 (CONCEIÇÃO BENTO).

¹⁹⁸ Na literatura portuguesa, cf. referências em §1.3; além dessas, veja-se também, entre nós, PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral*, p. 641, notando que, fundado neste apelo à confiança, o negócio fiduciário *se integra fundamentalmente em termos de equidade e boa fé*. Cf., também, LEITE DE CAMPOS, *A locação financeira*, p. 79, e, na literatura italiana, CALVO, *La proprietà del mandatário*, p. 220. Refira-se que esta descrição do negócio fiduciário por referência à especial confiança caracteriza também a abordagem jurisprudencial da figura; veja-se o Ac. do STJ, de 17/02/2002 (PINTO MONTEIRO), onde se lê que *é evidente que os contratos fiduciários assentam na confiança depositada pelo fiduciante no fiduciário, tendo a convicção firme de que este irá cumprir a sua vontade*; ou também o Ac. da RP, de 11/04/2002 (JOÃO VAZ), que assinala como *característica principal* do negócio fiduciário justamente a confiança depositada pelo fiduciante no fiduciário.

¹⁹⁹ Cf. PEREIRA DAS NEVES, *A Cessão de Créditos em Garantia*, pp. 246 ss., que, referindo-se especificamente à situação da cessão de créditos em garantia, nega que a confiança depositada pelo cedente no cessionário seja “de diferente natureza relativamente àquela que, típica embora não casuisticamente, é também pressuposto de qualquer situação jurídica creditícia” (p. 247).

²⁰⁰ “Poderíamos mesmo dizer que todo o Direito das obrigações está dominado pela ideia de confiança no devedor” — assim, GARRIGUES, *Negocios Fiduciarios*, p. 16-17.

obrigacionais que resultam do arranjo fiduciário, cuja jurisdição é inquestionável²⁰¹. Mais do que isso, nega-se *a priori* que o ordenamento jurídico afinal assegure à posição do fiduciante, mesmo que apenas para uma constelação delimitada de hipóteses, um grau de oponibilidade a terceiros que, porque de natureza obrigacional, tal posição pode não merecer em geral²⁰². Também aqui, esta caracterização do negócio fiduciário por referência à confiança torna-se ainda mais incompreensível naqueles autores que, afirmando-a, se esforçam (e bem) por encontrar no direito posto um conjunto de fundamentos de tutela da posição do fiduciante que, afinal, mitigam a relevância da confiança depositada no comportamento fiel do fiduciário.

Isto dito, é certo que a particular conformação estrutural que subjaz ao negócio fiduciário de gestão, ao implicar a transmissão para a esfera do fiduciário de um direito subjetivo funcionalizado a um determinado fim, pressupõe, na generalidade dos casos, a sujeição do fiduciante a juízos discricionários da parte do fiduciário relativos ao modo de proceder, em concreto, naqueles casos em que falte programa contratual específico²⁰³. Sem prejuízo da projeção de comandos imperativos que resultam da lei para as chamadas

²⁰¹ Assim, PEREIRA DAS NEVES, *A Cessão de Créditos em Garantia*, p. 246. Assinalando a relevância dos mecanismos de tutela *internos* da relação fiduciária, DE WALL, “The Core Elements of the Trust”, p. 571.

²⁰² Manifesta-se contrário às tentativas de explicação do fenómeno fiduciário *em termos sociológicos*, por referência à confiança depositada pelo fiduciante no fiduciário, assinalando o seu *insuficiente* contributo dogmático, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 336.

²⁰³ O que aqui está em causa é a projeção no negócio fiduciário de uma característica que a literatura da análise económica do direito aponta em geral aos contratos: a chamada *incompleteness* do contrato, que resulta da impossibilidade de nele se prever, *ex ante*, todos os comportamentos devidos pelas partes em face de todas as situações em abstrato concebíveis (cf., por todos, A. SCHWARTZ, “Incomplete contracts”, pp. 330 ss.; S. SHAVELL, *Foundations of Economic Analysis of Law*, pp. 299 ss.). Tratando-se de uma característica transversal à generalidade dos contratos, ela assume maior relevância nas chamadas relações de agência (cf., por exemplo, JENSEN/MECKLING, “Theory of the firm”, pp. 305 ss.). No quadro do negócio fiduciário, é inquestionável que a transmissão para o fiduciário de um direito pleno amplia o espaço de discricionariedade de que este dispõe, ampliando também as possíveis *contingências para as quais que faltará a especificação dos comportamentos devidos pelas partes* (cf., em termos próximos, a definição de contrato incompleto proposta por P. MOTA PINTO, *Interesse Contratual*, p. 375, n. 1127). É neste campo que se manifesta — ou poderá manifestar — com particular intensidade a confiança depositada pelo fiduciante no fiduciário, o que, contudo, não basta para isolar a categoria dogmática do negócio fiduciário. De qualquer modo, ao contrário do que é comumente assumido, esta confiança depositada pelo fiduciante não se refere ao cumprimento pelo fiduciário do programa contratual a que está adstrito, mas antes, e especificamente, à tomada de decisões que, num espaço livre de normatividade expressa (contratual ou legal), se afigurem conformes com a prossecução do interesse do fiduciante. Em suma, nem mesmo nos ditos *negócios de confiança* a confiança consome ou preenche a malha normativa, apenas relevando “quando se trate de assegurar o cumprimento de expectativas ou de compensar a sua frustração em si mesmo, sem absorção desta protecção às mãos de outro fundamento” (CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança*, pp. 552-553), pelo que “quanto mais densa e rigorosa for a teia de adstrições de comportamento que impendem sobre os sujeitos, menor é o relevo da responsabilidade pela confiança” (*id.*, p. 555.) Sobre o problema, especificamente no domínio do negócio fiduciário, cf. LUPOL, *Trusts*, pp. 369 ss.

relações de agência ou de subordinação (v.g. o contrato de mandato)²⁰⁴ — verdadeiros deveres fiduciários de fonte legal que atuam como padrões normativos de comportamento para o fiduciário, particularmente relevantes na falta de programa contratual²⁰⁵ —, é neste cenário de *insuficiência* ou *incompletude contratual*, e só nele, que se manifesta uma especial confiança depositada pelo fiduciante na capacidade de o fiduciário adaptar o seu comportamento e *tomar as decisões certas no espaço de discricionariedade que lhe é reconhecido*, conformes com a prossecução do objetivo que subjaz àquele arranjo contratual²⁰⁶.

IV. Relacionada com o que se acabou de descrever, e não dispensando também um esforço de clarificação, surge a descrição do negócio fiduciário por referência às ideias de *excesso* ou *desproporção* do meio ou resultado jurídico face à finalidade económica em concreto prosseguida por fiduciante e fiduciário. Sem dúvida que esta adjetivação encontra a sua justificação histórica na configuração, que era comum tanto na *fiducia* romana como no *fiduziarisches Geschäft* de REGELSBERGER, do negócio fiduciário como o resultado de dois atos jurídicos distintos e autónomos, contraditórios ou de sinal contrário: um *ato positivo* de transmissão de uma situação jurídica real e, como fosse excessiva aquela atribuição plena face às verdadeiras intenções das partes, um *ato negativo* de vinculação do fiduciário deste à prossecução de um interesse do fiduciante²⁰⁷. Com a progressiva aceitação e autonomização da chamada *causa fiduciae*, relevante em particular nos ordenamentos em que vigora um sistema causal de transmissão de direitos, foi ganhando espaço na literatura uma conceção

²⁰⁴ Acompanho aqui, uma vez mais, PEREIRA DAS NEVES, *A Cessão de Créditos em Garantia*, pp. 250-251, precisamente por entender que a aproximação da categoria do negócio fiduciário a certos tipos contratuais previstos e regulados na lei, e em particular ao mandato sem representação, permite destilar um conjunto de dados normativos que contribuem para a juridicidade da relação (interna) entre fiduciante e fiduciário e que, designadamente, se afiguram relevantes no escrutínio da atuação do fiduciário nestes *espaços livres de regulação contratual*. De outro modo dito, a *espécie de limbo* de que fala o autor pode ser mitigada recorrendo às regras que, predispostas para contratos típicos que revestem (ou podem revestir) natureza fiduciária, são extensíveis genericamente a relações fiduciárias *atípicas*.

²⁰⁵ Sobre o papel dos deveres fiduciários de fonte legal na regulação de situações não previstas contratualmente, cf. COOTER/FREEDMAN, “The fiduciary relationship”, p. 1049.

²⁰⁶ Cf. PEREIRA DAS NEVES, *A Cessão de Créditos em Garantia*, p. 250. Ainda assim, mesmo neste aspeto o negócio fiduciário não se distingue dos restantes modelos de atuação ou de cooperação no interesse alheio, que, em resultado da impossibilidade de prever e regular todos os comportamentos devidos pelo agente — e designadamente os comportamentos em que se manifeste um conflito de interesses com o *principal* — envolvem inevitavelmente o reconhecimento de um grau maior ou menor de discricionariedade. Sobre esta relevância da confiança na *especial modelação do conteúdo contratual*, especificamente nas relações de natureza fiduciária, cf. CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança*, pp. 549 ss.

²⁰⁷ Cf. §1.1 e 1.2.

unitária do negócio fiduciário, que hoje prevalece mesmo sem prejuízo do reconhecimento do seu conteúdo complexo e, especificamente, da justaposição de efeitos reais e obrigacionais. Mesmo assim, permaneceu da pandectística a ideia de que o negócio fiduciário encerraria uma desproporção de meios face aos fins, que se manifesta na atribuição ao fiduciário de mais poderes (*können*) do que aqueles que ele deveria exercer (*dürfen*).

É inequívoco que o negócio fiduciário assenta na transmissão de um direito subjetivo para o cumprimento de uma função ou para a prossecução de um objetivo para cuja concretização efetiva o transmissário “não precisa de mobilizar todos os poderes e todas as faculdades inscritas no conteúdo do mesmo direito subjetivo”²⁰⁸. No entanto, é também inequívoco que esta limitação não se coloca apenas num plano da consciência do fiduciário, sendo trazido para o *mundo do direito* através do programa contratual que, em benefício do fiduciante, delimita o exercício daquelas faculdades compreendidas no direito transmitido fiduciariamente²⁰⁹. Daí que esta ideia de excesso ou desproporção, por si só, não contribua para a delimitação rigorosa das fronteiras dogmáticas da categoria do negócio fiduciário. Ela revela a insistência numa *sujeição* inevitável do fiduciante a uma atuação desviante da parte do fiduciário, relativamente à qual aquele estaria, não apenas perante a terceiros mas mesmo no seio da relação fiduciária, desprotegido. Uma vez mais, este entendimento desconsidera não apenas a jurisdição da vinculação obrigacional a que se submete o fiduciário, mas também a possibilidade de encontrar no sistema elementos normativos que tornem possível uma oponibilidade a terceiros (ainda que limitada) daquele arranjo fiduciário. Independentemente da relevância externa do vínculo fiduciário, a transmissão da propriedade é *instrumentalizada* em pleno, fruto da projeção do *pactum fiduciae*, devendo

²⁰⁸ Assim, PEREIRA DAS NEVES, *A Cessão de Créditos em Garantia*, p. 248. De qualquer modo, e tal como há muito apontou GRASSETI, “Del negozio fiduciario”, p. 364, esta transmissão plena de um direito subjetivo pode nem sequer corresponder a um excesso face ao que é pretendido pelas partes, podendo a atribuição ao fiduciário de uma posição jusreal surgir como condição para a cabal prossecução dos objetivos visados pelas partes. Conclusão semelhante apresenta PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 56 ss., notando embora que a transmissão plena de um direito para o fiduciário surge tendencialmente como necessária na fidúcia com fins de garantia, mas já não nas que tenham um propósito de gestão, para as quais bastaria, segundo o autor, “a celebração de um mandato (não fiduciário)”.

²⁰⁹ Na realidade, se nos abstrairmos do problema da oponibilidade externa da relação fiduciária, cai imediatamente por terra a ideia de excesso do meio face aos fins, precisamente porque, no quadro de um ato unitário, mas complexo, o efeito real de transmissão de uma situação jurídica real é moldado e instrumentalizado através da projeção de um acervo obrigacional a que o fiduciário se encontra adstrito; assim, DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 403-404.

promover um interesse do fiduciante²¹⁰; um (eventual) excesso dependerá sempre de uma atuação ilícita do fiduciário, porque violadora do programa contratual, algo que não pode constituir um traço distintivo de uma determinada categoria negocial.

V. A tudo isto acresce, por fim, a difícil *relação* que subsiste entre a categoria do negócio fiduciário de gestão e o mandato sem representação. Não é já assim na tradição italiana e helvética, onde, com maiores ou menores objeções, este tipo legal se assumiu definitivamente como caso paradigmático e modelar de um negócio fiduciário, o que abriu o caminho à extensão das regras especificamente predispostas para o mandato sem representação à generalidade das manifestações do fenómeno fiduciário gestório²¹¹. Entre nós, sem prejuízo de esforços recentes que a vierem mitigar²¹², persiste uma teimosa dissociação conceptual entre mandato sem representação e negócio fiduciário. Também esta barreira deve ser ultrapassada, sendo sem complexos assinalado o mandato sem representação como manifestação paradigmática (e tipificada) de atuação fiduciária de gestão de interesses alheios. Desde logo, a identificação da natureza fiduciária do mandato sem representação permitirá uma melhor compreensão do regime que a lei lhe consagra; em especial, tornará mais evidente uma distinção — que se impõe fazer no quadro que regula o mandato sem representação — entre aquelas normas que tratam da relação interna entre mandante e mandatário e aquelas outras que, numa outra perspetiva, tratam da peculiar *titularidade* em que fica investido o mandatário na execução do mandato²¹³. Para além disso, invertendo a perspetiva, a devida consideração da vocação expansiva que caracteriza o mandato (sem representação) abrirá caminho para a extensão das regras que o disciplinam à generalidade das situações de titularidade fiduciária²¹⁴.

VI. Demonstrada a necessidade de expurgar da noção de negócio fiduciário os caracteres que, porque relacionados com aspetos particulares de regime, não devem ser

²¹⁰ Ou seja, nas palavras de GAUTSCHI, “Causa”, p. 247, tanto o poder (*können*) como o dever (*dürfen*) estão alinhados e instrumentalizados à prossecução do interesse do fiduciante.

²¹¹ Cf. §1.2 e, com maior detalhe, §3.2.

²¹² Cf., por exemplo, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 251 ss. e *passim*; e VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, *passim*.

²¹³ Sobre este aspeto crucial do regime do mandato sem representação, cf. §5.1.

²¹⁴ Hipótese que, como anunciado na Introdução, procuro comprovar adiante (cf. §6.1).

simplesmente assumidos *a priori*, tal não significa que se possa, ou sequer pretenda, fazer *tábua rasa* das formulações disseminadas na literatura para descrever o instituto. Até porque, como se já notou, a categoria dogmática do negócio fiduciário constitui em grande medida uma *criação social*, progressivamente densificada pelo labor doutrinal e jurisprudencial. Assim sendo, no quadro desta abordagem preliminar, o negócio fiduciário pode ser descrito²¹⁵ como *o contrato do qual resulta, direta ou indiretamente, uma atribuição plena e exclusiva (ainda que temporária) de um bem ao fiduciário — maxime, de um direito de propriedade sobre uma coisa —, gravada porém por um vínculo funcional de natureza obrigacional que instrumentaliza a situação jurídica em que fica investido o fiduciário à prossecução de um interesse alheio — pertencente ao fiduciante —, e que impõe, nos termos estipulados, a (re)transmissão daquele acervo patrimonial e respetivos frutos para a esfera do fiduciante*. Um esforço analítico permite destriçar nesta *noção mínima* um núcleo definidor e irreduzível composto por três *qualidades* ou *atributos*, decisivos no processo de *qualificação* de uma situação jurídica concreta.

Num primeiro plano, o negócio fiduciário tem como efeito, que pode ser apenas mediato, a atribuição de um bem ao fiduciário e, portanto, a imputação à esfera deste da titularidade plena e exclusiva de um direito patrimonial²¹⁶. Enquadra-se esta noção na tradição da fidúcia romanista, que pressupõe justamente o reconhecimento ao fiduciário de uma posição jurídica plena — uma posição de *proprietário*²¹⁷ —, não se bastando com modelos intermédios ou híbridos assentes, por exemplo, em formas especiais de legitimação²¹⁸. Esta atribuição patrimonial ao fiduciário não pressupõe, necessariamente, um ato dispositivo do fiduciante para o fiduciário, nos termos do qual o primeiro transfere

²¹⁵ Lembre-se que, ao contrário do que sucede com os conceitos classificatórios, suscetíveis de ser apresentados sob a forma de definições, os conceitos-tipo são apresentados sob a forma de descrições (cf. PINTO DUARTE, *Tipicidade*, p. 99).

²¹⁶ O negócio fiduciário encerra, por isso, a prática de *atos jurídicos reflexivos* (FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos*, I, pp. 35 ss.), o primeiro dos quais consiste justamente nesta *atribuição patrimonial* ao fiduciário.

²¹⁷ Deve ser entendida com cuidado esta caracterização do fiduciário enquanto *proprietário*, que não é, na verdade, inevitável. De facto, o negócio fiduciário não envolve necessariamente a transmissão ou aquisição da *propriedade* de um bem para o fiduciário, mas apenas que se dê uma transmissão plena de um bem, seja ele qual for (direito de propriedade, direito real menor, ou direito de crédito); é feliz a expressão de LUPOL, “The Civil Law Trusts”, pp. 971: “*the entitlement is fully transferred; but the entitlement need not be full*”.

²¹⁸ Ficam deste modo evidentes as fronteiras que separam esta descrição do negócio fiduciário daquelas manifestações da chamada fidúcia germanística, assentes apenas na imputação à esfera do fiduciário de um poder de disposição sobre um dado bem, fundado numa prévia autorização conferida pelo fiduciante, na esfera de quem, porém, permanece a titularidade daquela situação jurídica; sobre a figura da *Ermächtigungstreuhand*, cf. §1.2.

para o segundo o bem objeto da relação fiduciária²¹⁹. Com efeito, a *esfera de poder fiduciário*²²⁰ pode resultar da aquisição pelo fiduciário do bem da fidúcia a um terceiro, a fim de ou o transmitir sem mais para o fiduciante, ou de o administrar por conta e em benefício deste²²¹. Insistindo na perspectiva tipológica do negócio fiduciário, é mesmo possível aceitar que a existência de um ato transmissivo do bem para a esfera do fiduciário não é sequer pressuposto necessário daquele tipo. É certo que, até em homenagem às suas origens históricas²²², a atribuição patrimonial ao fiduciário surge quase sempre associada a uma aquisição, *provocada* pelo negócio fiduciário, de um direito tendencialmente pleno e exclusivo sobre o bem fiduciário, proveniente diretamente do fiduciante ou de terceiro. Pode todavia não ser assim, e a situação jurídica em que fica investido o fiduciário resultar da impressão — resultante da celebração do contrato fiduciário — de um *vínculo funcional*²²³ sobre um bem que integrava já a esfera do fiduciário²²⁴. Por outro lado, caracteriza também esta atribuição patrimonial ao fiduciário a circunstância de, como decorrência da particular *conformação de interesses*²²⁵ que subjaz ao negócio fiduciário, ela não implicar, para este, qualquer *custo* ou *investimento*, cabendo ao fiduciante suportar — de forma direta, avançando os fundos necessários para a aquisição do bem fiduciário, ou indireta, reembolsando o fiduciário — os encargos correspondentes²²⁶. Trata-se, em suma, da atribuição de um direito *sem contraprestação económica*²²⁷.

²¹⁹ Adiante veremos que a existência de uma transmissão direta do bem fiduciário, do fiduciante para o fiduciário, constitui ainda hoje o ponto de partida para o reconhecimento, pelos tribunais alemães, da chamada *etche Treuhand*, aquela em que a posição do *Treugeber* merecer tutela mais efetiva (cf. §3.1).

²²⁰ Cf. LÖHNIG, *Treuhand*, p. 144.

²²¹ Ou seja, a aquisição da titularidade do bem fiduciário pode dar-se apenas *mediatamente*, não como um efeito direto do negócio fiduciário celebrado entre fiduciante e fiduciário, mas como sua decorrência necessária, fruto do cumprimento, pelo fiduciário, do programa contratual a que está vinculado.

²²² A fidúcia romana assentava num ato translativo da propriedade da *res* fiduciária (cf. §1.1).

²²³ Cf. HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 47

²²⁴ Trata-se, no fundo, de acolher entre nós a distinção — popular, por exemplo, na doutrina italiana — entre *fidúcia dinâmica*, caracterizada precisamente pela sua eficácia translativa e a chamada *fidúcia estática* (cf. §1.2). Note-se que com isto não se quer dizer que, haja ou não uma efetiva transferência do bem fiduciário para a esfera do fiduciário, seja sempre idêntico o regime aplicável, designadamente perante terceiros. Quer-se apenas assinalar que, reduzida à sua essência, a relação jurídica emergente do negócio fiduciário pressupõe apenas a imputação na esfera de um sujeito da propriedade de um bem, independentemente do modo da sua aquisição, que se pretende que seja gerido no interesse e em benefício de um outro sujeito. Em particular, com a descrição apresentada em texto não se pretende aqui sugerir, e muito menos afirmar, que para a eventual relevância externa da relação jurídica emergente do negócio fiduciário seja indiferente a existência, ou não, de um ato translativo do bem fiduciário; sobre este ponto, cf. §6.º.

²²⁵ Cf. LÖHNIG, *Treuhand*, p. 116, que assinala a peculiar *organização da prossecução de interesses* (“*Interessenwahrnehmungsorganisation*”) que subjaz ao negócio fiduciário.

²²⁶ Neste sentido, por exemplo, DRESSLER, *Anwendung*, p. 143. Exemplificando: se o bem fiduciário passar da esfera do fiduciante para a do fiduciário, independentemente do tipo contratual utilizado, não caberá

Sucedee que, já num segundo plano, esta atribuição plena do bem fiduciário se encontra funcionalmente limitada à prossecução de um *interesse* do fiduciante²²⁸. Do negócio fiduciário de gestão emerge um vínculo de afetação funcional que, revestindo natureza puramente obrigacional²²⁹, condiciona o exercício da *esfera de poder fiduciário* à promoção de um fim ou objetivo especificado a favor de um beneficiário²³⁰ — que pode, aliás, não ser parte do negócio fiduciário²³¹. Emerge, por outras palavras, uma situação de

ao fiduciário compensar o fiduciante pela transferência; já se o bem fiduciário for adquirido a terceiro, sê-lo-à através de meios fornecidos pelo fiduciante ao fiduciário; se, por fim, o bem fiduciário estiver já na esfera do fiduciário, passando porém a ser gravado por um vínculo gestório no interesse do fiduciante, caberá a este compensar aquele pela *afetação* do acervo patrimonial ao escopo da relação fiduciária.

²²⁷ Em sentido próximo, na literatura alemã, por exemplo GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 93 e pp. 192 ss. Será plenamente perceptível, já de seguida, que uma característica fundamental da relação jurídica emergente do negócio fiduciário é a *neutralidade económica* ou *patrimonial* da propriedade do bem fiduciário, que começa por assentar, justamente, nesta ausência de investimento da parte do fiduciário. Daí que, numa certa aceção, se diga que o fiduciário atua por conta do fiduciante, justamente para sinalizar a circunstância de caber a este a responsabilidade pelos encargos gerados pela atuação de gestão do fiduciário; sobre esta ideia de atuação por conta, J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, pp. 92 ss.

²²⁸ É bem precisa a função dogmática que se pretende aqui atribuir à noção de *interesse*. Tomada num sentido subjetivo (sobre a contraposição entre as noções de interesse objetivo e subjetivo, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral)*, p. 316 e P. MOTA PINTO, *Interesse Contratual*, I, p. 492, n. 1422), ela serve para sublinhar a peculiar relação que, no quadro do negócio fiduciário, se estabelece entre os sujeitos envolvidos e o bem da fidúcia. É que, no negócio fiduciário (ou antes, por seu efeito) a *relação de aptidão de um bem para a satisfação de necessidades de um sujeito* (cf. M. LIMA REGO, *Contrato de Seguro*, p. 187) se estabelece não entre o titular da situação jurídica (o fiduciário, titular de um direito de real ou de crédito) e o bem fiduciário que dela é objeto (uma coisa, uma prestação), mas sim entre um terceiro (o fiduciante) e esse mesmo bem. Por outras palavras, e adaptando a fórmula empregue por PESSOA JORGE, *O mandato sem representação*, pp. 178-179, para densificar a noção de interposição gestória, o bem fiduciário está funcionalmente afeto a uma *necessidade* do fiduciante, tal como definida no *pactum fiduciae*, não sendo por isso o fiduciário o sujeito da necessidade que aquele bem visa satisfazer. Estas breves linhas bastam para delimitar com segurança a noção de interesse que se tem em mente no quadro desta descrição preliminar da categoria do negócio fiduciário e, ainda que exclusivamente no quadro da tarefa anunciada, para mitigar a *congénita ambivalência* da noção de interesse (P. MOTA PINTO, *Interesse Contratual*, I, p. 83). Para um enquadramento abrangente e atual da problemática do conceito de interesse e da sua função dogmática, veja-se, para além da incontornável obra de P. MOTA PINTO, *Interesse Contratual*, I, em especial pp. 83 ss. e pp. 481 ss., também M. LIMA REGO, *Contrato de Seguro*, pp. 172 ss.

²²⁹ É, de resto, esta natureza puramente obrigacional do vínculo fiduciário que permite distinguir o negócio fiduciário de outras relações de *tonalidades* fiduciárias, porque marcadas também por uma dissociação entre esfera de poder e esfera de interesse, mas que se encontram enquadradas num contexto institucional (v.g. os gerentes ou administradores de sociedades comerciais, ou dos diretores de uma fundação).

²³⁰ Segue-se uma fórmula próxima da empregue por COING, *Treuhand*, p. 85. Assim sendo, emerge do negócio fiduciário uma relação jurídica que não é de *troca* (designadamente, não é de uma pura compra e venda de serviços que se trata), nem tão pouco *cooperação* (como acontece, por exemplo, no contrato de sociedade civil), mas sim de efetiva *subordinação*, uma vez que o fiduciário é suposto atuar, enquanto proprietário em nome próprio do bem fiduciário, no interesse exclusivo do fiduciante (sobre esta qualificação, cf. STAUDINGER/MARTINEK, §675, pp. 344-345). É por causa desta predominância do interesse do fiduciante, uma característica irredutível do negócio fiduciário de gestão, que não deve ser acompanhada a descrição da relação que se estabelece entre mandante e mandatário, proposta por J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, pp. 89-90, como uma *relação de cooperação*.

²³¹ Isto é, permanecendo no quadro de uma abordagem tipológica do instituto, também no negócio fiduciário se pode encontrar aquela estrutura triangular que caracteriza (*rectius*, pode caracterizar) o *trust* anglo-americano. Com efeito, o fiduciante pode não ser parte direta do negócio fiduciário, que assim será celebrado entre um *settlor* e o fiduciário, comprometendo-se este perante aquele a administrar o acervo fiduciário — que, por seu turno, pode ser diretamente transferido para a esfera do fiduciário pelo *settlor*, ou

*interposição gestória*²³², em que a atuação do fiduciário, investido embora numa posição jurídica plena, está vinculada à afetação do bem fiduciário à satisfação de necessidades do fiduciante²³³, a quem competem, por seu turno, poderes (de conteúdo e grau variável) de controlo da atuação daquele²³⁴. A propriedade do fiduciário é, portanto, uma *propriedade funcionalizada*²³⁵, que não serve, como é comum, o interesse idiossincrático do respetivo titular²³⁶, porque vem gravada de uma *obrigação de gestão* cujo programa prestacional se identifica com a prossecução do interesse de outrem — o fiduciante —, em cuja esfera se repercutem as vicissitudes económicas do bem que dela é objeto (valorização, desvalorização, recebimento de frutos, destruição)²³⁷. Em síntese, o negócio fiduciário de

adquirido pelo fiduciário a terceiro a expensas daquele — no interesse de um sujeito identificado no *pactum fiduciae* — este sim, o fiduciante. Neste caso, o conteúdo (já de si tipicamente) complexo do negócio fiduciário integrará, igualmente, elementos característicos do contrato a favor de terceiro (cf. arts. 443.º ss.). Uma vez mais se alerta que da aceitação desta diferente *anatomia* do negócio fiduciário decorre, necessariamente, que seja em todos os casos aplicável o mesmo regime jurídico, em especial no que diz respeito às externalidades reconhecidas ao beneficiário do arranjo fiduciário, mas apenas que, tomado na sua essência, aquele instituto permite diferentes modelações estruturais.

²³² Entre nós, I. GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos*, pp. 424-425, e, também, escrevendo a respeito da noção de representação indireta, MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, pp. 292 ss.

²³³ Nesta perspetiva, os atos (jurídicos) praticados pelo fiduciário em execução do *pactum fiduciae* são, recuperando uma noção conhecida na literatura portuguesa, *atos jurídicos alheios*, uma vez que não é ele o sujeito da necessidade que o bem fiduciário visa satisfazer (assim, PESSOA JORGE, *O mandato sem representação*, p. 171 ss., numa posição adotada também por J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 88). Por outras palavras, o fiduciário “produz efeitos jurídicos para si em proveito alheio” (cf. I. GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos*, p. 425). Detalhadamente sobre a noção de *negócio alheio*, cf. J. VIEIRA GOMES, *A Gestão de Negócios*, pp. 52 ss. e MENEZES LEITÃO, *A Responsabilidade do Gestor*, pp. 170.

²³⁴ Na sua conformação típica, o conteúdo do negócio fiduciário permitirá ao fiduciante não apenas *fiscalizar* o estrito cumprimento, pelo fiduciário, do programa contratual estipulado, mas também emitir instruções vinculativas que, designadamente, preencham situações de incompletude daquele programa contratual, reduzindo dessa forma o espaço de discricionariedade permitido ao fiduciário. Nota bem alguma doutrina, porém, não ser um tal direito de emissão de instruções, conformando em concreto a atuação do fiduciário, um elemento imperativo da relação fiduciária, podendo em circunstâncias particulares — por exemplo, quando a atuação do fiduciário exige elevadas qualificações técnicas e profissionais, ou está reservada por lei — tal prerrogativa do fiduciante ser mitigada ou, simplesmente, vedada; neste sentido, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 316 ss.

²³⁵ Em sentido próximo, PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral*, p. 641, para quem do negócio fiduciário “resulta a funcionalização da titularidade”.

²³⁶ *I.e.* o bem que é objeto desta propriedade funcionalizada não serve genericamente as necessidades do seu titular. É a própria lei, na disposição fundamental que é o art. 1305.º, que estabelece que *o proprietário goza de modo pleno e exclusivo dos direitos de uso, fruição e disposição das coisas que lhe pertencem*, limitado pelo enquadramento legal aplicável. Ao proprietário é desta forma atribuída a esfera máxima de poderes jurídicos sobre um bem concebida pela lei civil e que, por regra, são exercidos no interesse próprio, *i.e.*, do seu titular. Não é assim em resultado do negócio fiduciário, uma vez que da *combinação estreita e interdependente* dos planos real e obrigacional resulta, para o fiduciário, um conjunto de deveres de conservação, gestão e restituição (cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 403) que removem aquele bem da sua plena disponibilidade.

²³⁷ Conatural a uma atuação de gestão em interesse alheio, como sucede em resultado do negócio fiduciário, é, por isso - e adaptando as palavras de J. VIEIRA GOMES, *A Gestão de Negócios*, p. 46 - *a prática de atos com incidência no património do dominus*, que é, no caso, o fiduciante. Nas palavras de um autor italiano, o negócio fiduciário está na base de uma “propriedade que gera utilidade não para o titular, mas para um beneficiário” (cf. GAMBARO, “Appunti sulla proprietà nell’interesse altrui”, p. 169). Na literatura jurídica alemã,

gestão conduz a um verdadeiro fenómeno de *rutura* entre a imputação do conteúdo formal (poderes, faculdades, deveres) de uma situação jurídica de conteúdo patrimonial e a imputação substancial dos benefícios e utilidades que lhe são inerentes (ou o seu *resultado económico*²³⁸), o que equivale, na sua essência, a uma verdadeira dissociação entre a *titularidade* de uma situação jurídica e o *interesse* no aproveitamento do bem que constitui o objeto desta²³⁹. Em resultado da natureza funcionalmente gestória da posição jurídica que

por seu turno, fala-se abundantemente de um efeito de *pertença económica* (*wirtschaftlichen Zugehörigkeit*) do bem fiduciário ao património do fiduciante, resultante justamente daquela sobreposição dos planos real e obrigacional em que assenta o conteúdo típico do negócio fiduciário.

²³⁸ Assim, escrevendo a respeito da noção de *interposição real*, I. GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos*, p. 425. É sabido que, num direito subjetivo, não existe uma identificação necessária, nem suficiente, entre *titular* e *beneficiário*, podendo, na verdade, ser dissociado o respetivo conteúdo formal, de um lado, e o aproveitamento dos seus benefícios e das suas utilidades, de outro. Entre nós, esta distinção foi traçada, em termos convincentes, por M. LIMA REGO, *Contrato de Seguro*, pp. 524 ss. e “A promessa de exoneração de dívida a terceiro”, pp. 681 ss., que deixou claro como a prestação não tem de ser recebida pelo — e portanto beneficiar o — credor. Verdade que, normalmente, estes *dois planos* — já PUGLIATTI, *La proprietà e le proprietà*, p. 135, chamava a atenção para este duplo perfil *formal* e *substancial* do direito de propriedade como demonstrativo da sua elasticidade — surgem imputados a uma mesma esfera subjetiva; é ao titular de um direito real que cabe não apenas o exercício dos direitos e prerrogativas jurídico-formais inerentes ao estatuto de proprietário, genericamente oponíveis a terceiros, mas também o aproveitamento do bem que constitui objeto daquela situação jurídica, de acordo com os seus interesses idiossincráticos (em sentido próximo, P. MOTA PINTO, *Interesse Contratual*, p. 485). Da mesma forma, ainda que talvez com maiores desvios, é ao credor que, sendo titular da faculdade de exigibilidade da prestação, cabe também o aproveitamento do respetivo conteúdo e a imputação das respetivas utilidades (sobre esta distinção entre credor e beneficiário ou recetor da prestação, vejam-se também os exemplos oferecidos por P. MÚRIAS, “Um conceito de atribuição”, pp. 797 ss. (em especial, pp. 832 ss.). Pode, porém, em virtude de negócio jurídico, não ser assim; se é certo que, fruto da projeção do princípio da tipicidade das situações jurídicas reais, é vedada a modificação do conteúdo formal de um direito de propriedade ou de um direito de crédito (por exemplo, limitando fora dos casos tipificados na lei e com eficácia perante terceiros, os poderes de fruição ou de disposição), já assim não será com a alocação do seu conteúdo económico (cf., por exemplo, GAMBARO, “I trust e l’evoluzione del diritto di proprietà”, nota 139). Mesmo permanecendo inalterado o *estatuto formal* decorrente da titularidade de uma situação jurídica, é genericamente permitido, ao abrigo da autonomia privada e independentemente da questão da oponibilidade a terceiros de um tal arranjo contratual, a *desafetação* das utilidades e benefícios resultantes do bem em questão (uma coisa, uma prestação, etc.) para fora da esfera do seu titular e a sua consequente imputação na esfera de um terceiro. Isso mesmo sucede, como se vem explicando no texto, por efeito do negócio fiduciário.

²³⁹ Assinalava esta dissociação como característica essencial do negócio fiduciário, STIER, *Das sogenannte wirtschaftliche und formaljuristische Eigentum*, p. 85, distinguindo o *direito sobre a coisa*, que cabe ao fiduciário, e o *direito à coisa*, que, fruto da projeção do vínculo obrigacional emergente do *pactum fiduciae*, cabe à esfera do fiduciante. Na literatura francesa, M. BOUTEILLE, *Les propriétés conditionnelles*, p. 447, sublinha como aspeto distintivo da propriedade fiduciária a *dissociação da titularidade de um direito e a apropriação da respetiva riqueza*. O mesmo traço distintivo é assinalado na literatura jurídica escocesa, paradigmática dos *mixed legal systems*; vejam-se, por exemplo, as eloquentes palavras de H. HAHLO, “The Trust in South African Law”, p. 195, para quem: “*the characteristic feature of the trust is not the division of legal and equitable ownership, (...) but the separation between control which ownership gives and the benefits of ownership*” (em sentido próximo, também T. SMITH, “Trusts and Fiduciary Relationships in the Law of Scotland”, p. 198). DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 395, notando ainda que o processo de codificação das leis civis se concentrou essencialmente na delimitação do direito de propriedade na perspetiva do controlo sobre uma coisa — materializada nas paradigmáticas faculdades de disposição e de reivindicação —, e menos na perspetiva de expressão de um valor, contribuindo, por essa via, para a diluição das fronteiras daquela dicotomia. Na literatura portuguesa, escrevendo a respeito do mandato, J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 88. Refira-se, numa outra perspetiva, que justamente esta circunstância de o fiduciante ser titular de um direito (de crédito) que se projeta sobre um direito (de propriedade) do fiduciário é sublinhada naquela literatura contemporânea que, sob diversas perspetivas, vem procurando reconciliar o *trust* inglês com o

adquire, ao fiduciário é vedado auferir quaisquer lucros resultantes do acervo fiduciário (excetuada a eventual remuneração que lhe seja devida), bem como colocar-se numa posição de potencial conflito entre os seus interesses e os do fiduciante²⁴⁰.

Por fim, em terceiro plano, característica essencial do programa contratual que emerge do negócio fiduciário e que *funcionaliza* a propriedade em que fica investido o fiduciário é a imposição de uma obrigação de (re)transmissão do bem fiduciário (incluindo, por norma, os seus frutos²⁴¹) para a esfera do fiduciante. O fiduciário fica investido, por definição, numa *propriedade temporária*²⁴², porque sujeita a um dever contratual de transferir para a esfera do fiduciante os bens que integrem o acervo fiduciário²⁴³. Note-se que é de uma verdadeira obrigação de contratar que aqui se trata, sendo necessário um ato jurídico translativo — *um novo negócio jurídico*²⁴⁴ — para que passem para a esfera do fiduciante²⁴⁵. É também por efeito desta vinculação obrigacional que a situação jurídica

negócio fiduciário dos direitos continentais. Reforçando a já assinalada comparabilidade entre estas duas figuras, diz-se, nessa direção, que o funcionamento do *trust* não assenta numa qualquer “*division of ownership*”, mas na sobreposição de posições jurídicas (de natureza distinta) de que são titulares o *trustee* e o *beneficial owner*: “*the trust beneficiaries hold rights in the rights that the trustee holds as trust property*” (assim, L. SMITH, “Trust and Patrimony”, p. 10).

²⁴⁰ Assim, assinalando uma coordenada comum ao instituto do trust nos direitos inglês, sul africano e escocês, DE WALL, “The Core Elements of the Trust, pp. 558-559”. A densificação dos deveres fiduciários devidos pelo fiduciário é justamente uma daquelas matérias em que o direito inglês do *trust* pode constituir inspiração, uma vez que, radicada já, exclusivamente, na dimensão interna da relação fiduciária, ela é independente de uma qualquer divisão de propriedade.

²⁴¹ Isto sem prejuízo, uma vez mais no quadro de uma descrição tipológica do negócio fiduciário, de ser admissível um arranjo contratual em que as partes acordam que os frutos do bem fiduciário devem ficar na esfera do fiduciário — análoga, portanto, à chamada *Nutzungstreuhand*, admitida no direito alemão (HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 42).

²⁴² Mesmo que tal não seja expressamente regulado no *pactum fiduciae*, constitui característica transversal da propriedade fiduciária o seu caráter (pelo menos em abstrato) não perpétuo — cf. PINTO DUARTE, *Curso de Direitos Reais*, p. 163. A perpetuidade do direito de propriedade constitui uma projeção no tempo do seu caráter tipicamente absoluto e ilimitado; tal não sucede, porém, na posição jurídica em que fica investido o fiduciário, precisamente em resultado da sua afetação funcional à prossecução do interesse do fiduciante. A esfera de poder do fiduciário está sujeita, pelo menos em abstrato, a um evento resolutivo, que tanto pode ser o decurso de um prazo, como o simples exercício, pelo fiduciante, de exigir a (re)transmissão do bem fiduciário, a seu benefício ou no de um terceiro. Na jurisprudência, a natureza temporária da propriedade fiduciária (no caso, em garantia) é afirmada, por exemplo, no Ac. do STJ, de 16/03/2011 (LOPES DO REGO).

²⁴³ O âmbito e conteúdo desta obrigação é variável; dela pode simplesmente resultar a obrigação de transmissão do património no termo da relação fiduciária, como também uma obrigação continuada de, na vigência daquela relação, transferir para a esfera do fiduciário os frutos que sejam recebidos pelo fiduciário. Ela pode também impor, ou permitir, simplesmente a entrega apenas do produto da alienação do bem fiduciário.

²⁴⁴ Cujas causas justificativas estão no cumprimento de uma obrigação a que se encontra vinculado o mandatário/fiduciário — cf. o Ac. da RL, de 20/05/2008 (JOSÉ AUGUSTO MATOS).

²⁴⁵ Este ato transmissivo reveste, tendencialmente, natureza contratual, pressupondo o acordo (mesmo que apenas tácito) do transmissário, ou seja, do fiduciante. Na conformação típica do negócio fiduciário, dada a projeção intensa do interesse do fiduciante na execução e cumprimento da disciplina contratual pelo fiduciário, esta transmissão do fiduciário (de volta) para o fiduciante exige, por outras palavras, o consentimento deste, mesmo que prestado *ex ante*, logo no momento da celebração do *pactum fiduciae* (isso mesmo admite,

emergente do negócio fiduciário é, de um prisma puramente económico, *neutra* para o fiduciário²⁴⁶. De facto, a atribuição jusreal do bem fiduciário é *anulada*²⁴⁷ pela projeção deste dever de (re)transmissão do acervo fiduciário para a esfera do fiduciante, uma vez que, de um prisma estritamente patrimonial, a afetação do bem da fidúcia à esfera do fiduciário é plenamente compensada pelo *valor* da obrigação que sobre ele recai de fazer repercutir integralmente na esfera do fiduciante os benefícios, mas também as perdas, associados ao acervo fiduciário. Por outro lado, esta *neutralidade económica* é comprovada pela circunstância de não correr por conta do fiduciário — *i.e.* por conta do proprietário do bem e devedor da obrigação de transmissão — o risco de perecimento ou desvalorização do bem fiduciário na pendência da relação fiduciária, risco esse que se encontra, ao invés, alocado à esfera patrimonial do fiduciante, credor daquela mesma obrigação. Esta peculiar distribuição do risco de deterioração do bem da fidúcia, que se afasta do comum postulado *casum sentit dominus* (ou *res perit domino*)²⁴⁸, dispensa o fiduciário de *compensar* o fiduciante do prejuízo emergente da eventual perda daquele acervo fiduciário²⁴⁹.

VII. Nestes termos traçado o *núcleo irredutível* do conceito(-tipo) de negócio fiduciário de gestão, é com absoluta segurança que, como sugerido, a ele se pode reconduzir

escrevendo a respeito do contrato de mandato, J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, pp. 138-139). O tema será retomado, adiante, quando se tratar do problema da aplicação do regime da execução específica a esta obrigação de contratar que o negócio fiduciário compreende (cf. §7.1). Isto dito, não se coloca de parte a possibilidade de, no quadro da autonomia privada, resultar do programa contratual estipulado entre fiduciário e fiduciante um diferente método para assegurar a transmissão do bem fiduciário, que passe, por exemplo, por um simples ato unilateral do fiduciário (independente de acordo do fiduciante); assim poderá ser, por exemplo, nos casos em que a titularidade fiduciária se encontre limitada pela aposição — pouco frequente na prática, contudo — de uma condição resolutiva ou mesmo de um termo, cuja verificação geraria o ingresso automático dos bens fiduciários na esfera do fiduciante; sobre a construção da fidúcia (incluindo para gestão) sujeita a condição na dogmática alemã, cf. nota 455.

²⁴⁶ Por outras palavras, a atribuição do bem fiduciário não *enriquece* o património do fiduciário (cf. STIER, *Das sogenannte wirtschaftliche und formaljuristische Eigentum*, p. 85). Isto desconsiderando a eventual remuneração que caiba ao fiduciário nos termos acordados, e que constitui o fundamento de um *interesse próprio* do fiduciário na execução do negócio em causa.

²⁴⁷ Veja-se, em termos análogos, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 226-227. Escrevendo a respeito do trust no direito sul africano, HONORÉ/CAMERON/DE WALL, *Honoré's South African Law of Trusts*, p. 17 atribuem ao trustee um “*right of administration uncoupled from a right of enjoyment*”.

²⁴⁸ Cf. MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, II, p. 129-120. Os desvios, significativos, a esta tendencial associação entre propriedade de um bem e alocação do risco de perecimento foram objeto de um estudo recente de N. AURELIANO, *O Risco nos Contratos de Alienação*, autor que, entre outros, identifica o mandato sem representação precisamente como exemplo de “ultrapassagem do paradigma *res perit domino*” (p. 422); veja-se, também, VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, p. 1134, nota 73.

²⁴⁹ Na literatura jurídica alemã, apontam esta particular alocação do risco de perecimento do bem fiduciário como a característica essencial do negócio fiduciário, STIER, *Das sogenannte wirtschaftliche und formaljuristische Eigentum*, pp. 22 ss., e, mais recentemente, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 306 ss.

o tipo legal do mandato sem representação²⁵⁰, em qualquer uma das suas modalidades²⁵¹. Acolhido entre nós o modelo da dupla transferência²⁵², a execução do mandato sem representação pressupõe, sempre, uma atribuição plena ao mandatário — por ser na sua esfera que, primeiro, se produzem os efeitos dos atos jurídicos praticados por conta do mandante —, que se vê assim *fiduciariamente* investido na titularidade dos chamados *bens do mandato*²⁵³. Essa titularidade vem porém gravada por um vínculo obrigacional que impõe ao

²⁵⁰ Como se já referiu, esta conclusão é, na literatura jurídica recente, afirmada incisivamente por PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 251 ss.

²⁵¹ Como é sabido, a doutrina distingue o mandato para adquirir, aquele em que o mandatário se vincula a adquirir um bem para o mandante; o mandato para alienar, em que, inversamente, o mandatário se obriga a alienar a terceiros um bem previamente transferido pelo mandante; e o mandato para gerir, que, por seu turno, pressupõe a obrigação de o mandatário gerir (*latu sensu*) um bem no interesse do mandante (incluindo, dentro desta modalidade, o mandato para cobrança); sobre esta categorização, cf., por exemplo, J. COSTA GOMES, “Contrato de mandato”, pp. 263 ss., e *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 118; cf., também, FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos*, II, pp. 170 ss.

²⁵² Muito sinteticamente, o acolhimento na lei portuguesa da chamada *tese da dupla transferência* (cf. art. 1180.º), ainda que discutido em função do tipo funcional de mandato em questão — sobre o problema, suscitado acima de tudo em torno do mandato para alienar, cf. a síntese de PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 255 ss. —, implica a produção de efeitos dos atos praticados pelo mandatário, primeiro, na sua esfera jurídica, exigindo-se, depois e por meio de um negócio jurídico autónomo — “uma modalidade alienatória específica”, na expressão de I. GALVÃO TELLES, “Mandato sem representação”, p. 10, acolhida já na jurisprudência (cf. Ac. da RL, de 20/05/2008 (JOSÉ AUGUSTO MATOS) —, a transmissão dos bens adquiridos pelo mandatário em execução do mandato (cf. art. 1181.º). Genericamente sobre a discussão entre as chamadas tese da dupla transferência e tese da eficácia direta, veja-se PESSOA JORGE, *O Mandato sem Representação*, pp. 291 ss. e pp. 334 ss.; GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, p. 191; J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, pp. 120 ss., e MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, pp. 461 ss., com resumo da discussão e indicações bibliográfica vasta. Na jurisprudência, o acolhimento da tese da dupla transferência é objeto de fundamentação, por exemplo, no Ac. do STJ, de 02/10/2008 (DEOLINDA VARÃO). No direito italiano, e como de resto ficou sumariamente descrito no Cap. I — cf. §1 —, permanece a discussão em torno da estrutura do mandato sem representação, em face de um conjunto de disposições legais que, na verdade, emitem sinais divergentes relativamente a diferentes categorias de bens; para uma síntese deste debate, veja-se, por exemplo, SALAMONE, “La c.d. proprietà del mandatario”, pp. 78 ss., e SATURNO, *La proprietà nell'interesse altrui*, pp. 7 ss.; no ordenamento francês, o problema segue também contornos diferentes, essencialmente em virtude de a atribuição de poderes de representação constituir um elemento indissociável do mandato (típico) — cf., por todos, LE TOURNEU, “Mandat”, pp. 6 ss.

²⁵³ Isto, uma vez mais, em qualquer das modalidades conhecidas do mandato sem representação: no mandato para adquirir, aquele que constitui reconhecidamente o modelo sobre o qual foi erigida a disciplina deste tipo legal, o mandatário vincula-se a adquirir um bem por conta e no interesse do mandante, a quem tal bem deve ser transmitido nos termos acordados; no mandato para gestão, o mandatário é igualmente investido na propriedade do bem do mandato (que pode tanto ser proveniente do mandante, como de um terceiro, caso em que o mandato para gestão surge acoplado a um mandato para adquirir) a fim de praticar atos de gestão — ordinária ou extraordinária — no interesse do mandante, na esfera de quem devem também ser repercutidos os efeitos económicos daquela atuação fiduciária; o mandato para alienar, por fim, pressupõe uma prévia transferência do bem em causa do mandante para o mandatário, para que este o aliene a terceiro. Não se ignora a discussão em torno da estrutura do mandato para alienar e, em particular, as posições que rejeitam que dele resulte necessariamente uma situação de titularidade fiduciária, sugerindo antes a concessão ao mandatário de legitimidade para alienar os bens em questão a terceiro (neste sentido, por exemplo, PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, II, pp. 748 ss.). Em coerência com o acolhimento inequívoco, no nosso direito, do modelo da dupla transferência, não se considera ser essa, porém, a conformação típica do mandato para alienar, como é de resto também assinalado por parte significativa da doutrina; configurando o mandato para alienar como um verdadeiro negócio fiduciário, assente numa efetiva transmissão do bem para o mandatário, limitada porém por um vínculo obrigacional, I. GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos*, pp. 194-195; CASTRO MENDES, *Teoria Geral*, II, p. 167; J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, pp. 120 ss.; PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil*

mandatário uma atuação de gestão na prossecução de um interesse do mandante²⁵⁴, na esfera de quem se devem repercutir os efeitos económicos da operação jurídica²⁵⁵. Por outras palavras, a relação jurídica a que o mandato sem representação dá origem é também marcada pela *rutura* ou *dissociação* entre a titularidade de uma posição jurídica sobre um bem e a alocação do respectivo resultado económico. Por fim, impende sobre o mandatário a obrigação — de resto, objeto de expressa consagração legal²⁵⁶ — de transmitir para a esfera do mandante os bens que haja adquirido em execução do mandato, o que compreende também os frutos eventualmente recebidos. Desta forma, está plenamente presente no mandato sem representação aquela neutralidade económica que caracteriza a situação jurídica em que fica investido o fiduciário. O mandato sem representação não esgota a categoria dos negócios fiduciários²⁵⁷; outros negócios jurídicos há que, afastando-se do mandato sem representação quer na sua *estrutura*²⁵⁸, quer em atenção à sua *causa*²⁵⁹, partilham os traços essenciais do conceito funcional de negócio jurídico fiduciário aqui adotado. Donde a conclusão de que o mandato sem representação constitui um tipo legal reconduzível, junto de outros negócios (na sua maioria atípicos), à categoria-tipo do negócio fiduciário.

Anot., II, pp. 748 ss. Por seu turno, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 255 ss. (esp., pp. 258 ss.), remete o problema para o “*plano da interpretação negocial*”, entendendo que “*a escolha da via de transferência nesta modalidade de mandato terá que ser determinada pelas partes*”. Sobre esta discussão, no ordenamento italiano, cf., entre outros, GRASSETI, *Del negozio fiduciario*, pp. 377 ss., defensor também da natureza fiduciária daquele negócio, precisamente por assentar, num primeiro momento, na transmissão da situação jurídica em questão do mandante para o mandatário.

²⁵⁴ Ainda que, atipicamente, o mandato possa também servir um interesse do mandatário ou mesmo de terceiro (cf. arts. 1170.º/2 e 1175.º). Certo é que, em torno da obrigação principal de prática de atos jurídicos, “gravitam várias outras [obrigações] que, por serem instrumentais ou sequenciais, não são menos relevantes” (cf. FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, p. 171, designadamente obrigações de informação, prestação de contas e segregação patrimonial).

²⁵⁵ Daí que se diga que *a alienidade do interesse prosseguido é imanente à relação e constitui o momento ineliminável e tipicizante do mandato* — cf. J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 92.

²⁵⁶ Cf. art. 1181.º/1. Mais adiante veremos como esta disposição deve, no nosso direito, ser objeto de tutela reforçada, designadamente no quadro do instituto da execução específica.

²⁵⁷ Desde logo, porque ao contrário do que sucede com o mandato — cujo objeto se encontra limitado à prática de atos jurídicos (cf. art. 1157.º) —, nada impede que a categoria-tipo de negócio fiduciário inclua também situações de atuação gestória destinadas à prática de atos materiais. Escrevendo a respeito da gestão de negócios, nota não existir qualquer fundamento dogmático para restringir uma atuação de gestão à prática de atos jurídicos, podendo também incluir atos materiais — J. VIEIRA GOMES, *A Gestão de Negócios*, p. 45; MENEZES LEITÃO, *A Responsabilidade do Gestor*, pp. 165 ss. —, ainda que só verdadeiramente quando se dê a prática de atos jurídicos se poderá colocar o problema do reconhecimento de efeitos externos.

²⁵⁸ É o que sucede, por exemplo, naquelas figuras contratuais complexas que, mesmo partilhando alguns aspetos estruturais do mandato, não podem ser reconduzidas a este tipo legal em resultado da projeção de outros elementos adicionais (obrigações das partes, modo de cumprimento das obrigações, entre outros).

²⁵⁹ É assim o caso dos negócios fiduciários para garantia, ou dos negócios fiduciários para puros fins especulativos.

Como facilmente se antecipa, não tem um interesse puramente conceptual esta *arrumação* do mandato sem representação na categoria do negócio fiduciário, sendo indesmentíveis as potencialidades dogmáticas resultantes do reconhecimento descomprometido da natureza fiduciária da relação que emerge daquele tipo legal. O detalhado quadro legal previsto para o contrato de mandato pode, desde logo, fornecer um conjunto de indicações normativas respeitantes à relação que se estabelece entre fiduciante e fiduciário, designadamente no que respeito à determinação — na falta de regulação contratual em concreto — dos deveres e direitos recíprocos daquelas partes. Mas, mais do que isso, uma tal qualificação do mandato sem representação como paradigma de um modelo de interposição gestória de natureza fiduciária permite identificar um conjunto significativo de ponderações normativas que, previstas embora no quadro particular daquele tipo legal, têm como objeto genérico situações de titularidade fiduciária de direitos, mesmo que emergentes de um negócio jurídico não plenamente reconduzível a uma pura relação de mandato. Daí que, lançando pistas para uma discussão que adiante será retomada, se possa sugerir, como sucede noutros direitos²⁶⁰, que o regime previsto para o mandato sem representação encerra, na verdade, o *embrião* de um estatuto normativo das situações de titularidade em nome próprio mas por conta e no interesse de terceiro.

²⁶⁰ Cf., por exemplo, o que antes escreveu a respeito dos direitos italiano e suíço (cf. §1.2).

CAPÍTULO II

A OPONIBILIDADE A TERCEIROS DO NEGÓCIO FIDUCIÁRIO DE GESTÃO

§3.º Negócio fiduciário de gestão e terceiros no direito comparado

3.1 Oponibilidade a terceiros do negócio fiduciário de gestão no direito alemão

I. A identificação de um alegado poder excessivo do *Treuhänder* como sendo conatural à *Treuhand*, em resultado da aquisição de uma posição jurídica tendencialmente plena e exclusiva, limitada por um vínculo puramente pessoal²⁶¹, não impediu os juristas alemães de procurarem fundamentos para o reforço da posição do *Treugeber* e consequente proteção da sua esfera de interesses num cenário de conflito com terceiros alheios à relação fiduciária. Fruto desse esforço, consolidou-se uma disciplina positiva que, mesmo estando em evolução e sendo profícua em áreas ainda *nebulosas*, reconhece inequívocas externalidades ao *pactum fiduciae* e à pretensão obrigacional do fiduciante que se projeta sobre o *Treugut*²⁶². Esse resultado foi atingido através de uma interessante *diálogo* entre jurisprudência e doutrina, que teve como catalisador um diferente pressuposto metodológico: de um lado, motivados por preocupações de equidade, os tribunais encontraram numa composição justa dos interesses em jogo o fundamento para o desenvolvimento de um conjunto de proteções do fiduciante perante terceiros; de outro, promovendo esta proteção do fiduciante afirmada pelos tribunais, a doutrina foi cumprindo a sua tarefa de construção e consolidação conceptual, procurando — pelas mais variadas vias — compatibilizar os resultados propostos na jurisprudência com os postulados fundamentais do sistema de direito privado.

É interessante começar por notar que, na jurisprudência, a tutela da posição jurídica do fiduciário foi desenvolvida a partir da afirmação de um *conceito dicotómico de*

²⁶¹ Cf. §1.2.

²⁶² Relembre-se ser essa a configuração típica da *fiduziarische Treuhand*, assente justamente no reconhecimento ao fiduciante de uma posição obrigacional fundada no *Treuhandaabrede*; neste sentido, veja-se, para além do que atrás foi dito, a apreciação de MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 262.

propriedade, que estaria subjacente à estrutura e função características da *Treuhand* e a que — embora apenas para efeitos restritos — era reconhecida relevância jurídica: ao fiduciante caberia uma *titularidade económica* ou *material* do bem fiduciário, suscetível de, verificados determinados pressupostos, prevalecer sobre a *titularidade jurídica* ou *formal* reconhecida ao fiduciário²⁶³. Para os tribunais, este conceito dicotómico seria relevante não como princípio geral — não devendo, designadamente, contaminar o rigor formal da dogmática dos direitos reais —, mas apenas como instrumento de interpretação daquelas normas que, aplicáveis em hipótese de insolvência²⁶⁴ ou execução singular²⁶⁵, delimitavam o património do fiduciário e cuja textura aberta foi aproveitada como fundamento daquela construção dicotómica²⁶⁶. Recorrendo a esta ideia de *propriedade económica* (*wirtschaftlichen*

²⁶³ O reconhecimento pelo *Reichsgericht* e, posteriormente, pelo *Bundesgerichtshof* de uma tal *propriedade económica* do fiduciante — ou de uma pertença económica dos bens fiduciários ao seu património ("*wirtschaftlichen Zugehörigkeit des Treuguts zum Vermögen des Treugebers*") — remonta, na verdade, já ao final do século XIX, mantendo-se porém hoje ainda como a base da argumentação utilizada pelos tribunais para reconhecer, dentro de certos limites, certas *externalidades* à posição do fiduciante — cf., por todos, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 265. Merecem referência, enquanto momentos fundadores desta corrente jurisprudencial: a decisão do RG de 18-Junho-1890 (publicada em 1891), em que, a respeito de uma cessão de créditos, o tribunal distinguiu entre titularidade formal e material para justificar um direito de reivindicação na falência do cessionário; e, já no domínio da fidúcia de gestão, a decisão do RG de 23-Dezembro-1899 (RGZ 45 (1900) 80), na qual é, pela primeira vez e precisamente com fundamento na ausência de *pertença económica* do bem fiduciário ao património do *Treuhänder*, reconhecido o direito de separação (*Aussonderungsrecht*) do fiduciante ao abrigo do §35KO (hoje §47InsO). Mais tarde, numa decisão de 1912, o Tribunal estendeu a mesma lógica aos casos de execução singular movida contra o fiduciário, reconhecendo ao fiduciante um direito de oposição à penhora do bem fiduciário (*Drittwiderspruchsklage*) ao abrigo do §771 ZPO (RGZ 79 (1912) 121). Com inúmeras referências jurisprudenciais, nos estudos mais recentes, cf. GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 15; entre nós, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 76

²⁶⁴ Em causa estava, historicamente, o §43KO, que reconhecia um direito de separação de certos bens da massa insolvente (*Aussonderungsrecht*): *As pretensões, fundadas em direito real ou pessoal, à separação da massa falimentar de um bem não pertencente ao devedor falimentar são reguladas pelas normas legais que valem fora do processo falimentar*; [no original] *Die Ansprüche auf Aussonderung eines dem Gemeinschuldner nicht gehörigen Gegenstandes aus der Konkursmasse auf Grund eines dinglichen oder persönlichen Rechts bestimmen sich nach den ausserhalb des Konkursverfahrens geltenden Gesetzen*. O mesmo regime consta agora do §47InsO: *Quem, com fundamento num direito real ou pessoal, possa fazer valer que um objeto não pertence à massa insolvente não é credor da insolvência. A sua pretensão à separação do objeto é regulada pelas normas legais que valem fora do processo de insolvência*; [no original] *Wer auf Grund eines dinglichen oder persönlichen Rechts geltend machen kann, daß ein Gegenstand nicht zur Insolvenzmasse gehört, ist kein Insolvenzgläubiger. Sich Anspruch auf Aussonderung des Gegenstands bestimmt sich nach des Gesetzen, die außerhalb des Insolvenzverfahrens gelten*.

²⁶⁵ Em concreto, o §771 ZPO, que regula a oposição à penhora por terceiros (*Drittwiderspruchsklage*): *Um terceiro que pretenda fazer valer um direito que a si respeita sobre o objeto da execução forçada e que impede a alienação, deve apresentar a apropriada oposição à execução perante o tribunal do distrito em que correr a execução*; [no original] *Behauptet ein Dritter, daß ihm an dem Gegenstand der Zwangsvollstreckung ein die Veräußerung hinderndes Recht zustehe, so ist der Widerspruch gegen die Zwangsvollstreckung im Wege der Klage bei dem Gericht geltend zu machen, in dessen Bezirk die Zwangsvollstreckung erfolgt*. Cf. a descrição sumária deste preceito e do citado na nota anterior, apresentada por MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 76.

²⁶⁶ Cf. REINHARDT/ERLINGHAGEN, "Rechtsgeschäftliche Treuhand", p. 43; ZÖLLER, *ZPO §771*, pp. 2008 ss. Influenciada pelas discussões jusfilosóficas do seu tempo, e pela mudança de paradigma metodológico na viragem do século XIX, a jurisprudência assenta a sua construção da relação fiduciária e da tutela oferecida ao fiduciante num método próximo do postulado pela jurisprudência dos interesses, em que predominava a

Eigentum), mas sem revelar uma preocupação séria em compaginar uma tal figura com a dogmática tradicional do direito de propriedade²⁶⁷, os tribunais reconheceram que, num contexto de execução forçada, individual ou coletiva, o bem fiduciário não *pertencia* verdadeiramente ao fiduciário, aceitando a prevalência daquela *titularidade económica* do fiduciante sobre uma *titularidade meramente formal* do fiduciário²⁶⁸. Na base deste entendimento estava o reconhecimento da natureza apenas instrumental da posição do fiduciário, que não implicava para este um efetivo aumento patrimonial, bem como a ideia, também ela decisiva, de que os credores do fiduciário não poderiam ser colocados numa posição económica mais favorável do que a do próprio fiduciário (e devedor)²⁶⁹.

A certa altura, dá-se um desenvolvimento crucial — que motiva ainda hoje uma acesa discussão doutrinal — com a afirmação na jurisprudência, enquanto pressuposto

consideração da especial conformação de interesses pretendida pela lei. É na verdade a esta luz que deve ser entendida a relativa fluidez terminológica, que é evidente nesta jurisprudência, entre os conceitos de *propriedade fiduciária*, *propriedade repartida*, *propriedade económica* e *material*, que surgem contrapostos a uma *propriedade jurídica e formal*, e não como um verdadeiro esforço de construção dogmática da figura da *Treuhand* (cf., neste sentido, JAEGER, *La separazione*, p. 118).

²⁶⁷ Essa é, de resto, a crítica de base que é feita pelas diferentes correntes doutrinárias que se debruçaram sobre o *Treuhandproblem*. Revelador desta reduzida preocupação conceptual, que sai prejudicada em favor de considerações de justiça material e de uma clara intenção de assegurar uma adequada composição dos interesses em jogo (cf., assim, NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 93; WÜRDINGER, “The German Trust”, p. 33), é o facto de a jurisprudência nunca ter sentido a necessidade de, para além de invocar argumentos de equidade, conjugados com a textura aberta das referidas normas delimitadoras da responsabilidade patrimonial do fiduciário, apresentar uma verdadeira justificação dogmática para este seu conceito dicotómico de propriedade, que legitimasse os efeitos jurídicos reconhecidos à titularidade económica atribuída ao fiduciante. Isso mesmo é patente nas usuais referências a uma alegada proteção *quase-real* ou a um direito *quase-real* do fiduciante, sem que os tribunais se esforcem por oferecer fundamentação clara (cf. GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 32; WIELING, *Sachenrecht*, p. 842). Na doutrina, merece referência o esforço de WOLFF, *Sachenrecht*, p. 312 ss., que procurou suportar dogmaticamente a construção de uma propriedade cindida (“*geteiltes Eigentum*”). É interessante porém notar que, ainda assim, a jurisprudência do RG não acolheu esta doutrina de WOLFF, mantendo a sua fundamentação do direito de separação na pertença económica do bem fiduciário ao património do fiduciante (cf. GAUL, “Neuere ‘Verdinglichungs’”, p. 118).

²⁶⁸ Esta prevalência materializa-se ou na atribuição de um direito de oposição a uma penhora (*Drittwiderspruchsklage*) do bem fiduciário por credores gerais do fiduciário, ao abrigo do §771 ZPO (BAUMBACH/LAUTERBACH/ALBERS/HARTMANN, *Zivilprozessordnung* §771, p. 2155; LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, pp. 151 ss.; SCHMELZESEN, *Bürgerliches Recht (BGB I — III)*, p. 400); ou num direito de separação (*Aussonderungsrecht*) daquele mesmo bem da massa insolvente num cenário de insolvência do *Treuhänder*, nos termos do §43KO e, atualmente, do §47 InsO (cf., por exemplo, BLAUROCK, “Opérations Fiduciaires”, p. 234; CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 175; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 50; KÖTZ, “National Report for Germany”, pp. 93-94, com indicação de jurisprudência (nota 7); SCHMELZESEN, *Bürgerliches Recht (BGB I — III)*, p. 400). Estas regras foram aceites tanto para as relações fiduciárias de gestão, como para as de garantia, ainda que neste último caso com algumas especificidades, justificadas precisamente pela especial graduação dos interesses em jogo, que conduz a um maior peso dos interesses do fiduciário face aos do fiduciante (assim, HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 50).

²⁶⁹ Cf. GRUNDMANN, “Trust and Treuhand”, pp. 407-408, também com indicação de jurisprudência. ENNECERUS, *Derecho Civil (Parte General)*, t. I, II, p. 82, por exemplo, nota que, fosse outra a solução, os credores do fiduciário veriam satisfeitos os seus créditos a expensas do fiduciante. No domínio do direito falimentar, relevava ainda a função económica subjacente à noção de *massa insolvente*, que imporia a desconsideração de bens cuja titularidade fosse meramente formal (cf. SCHMELZESEN, *Bürgerliches Recht (BGB I — III)*, p. 400).

daquelas externalidades do *pactum fiduciae*, do denominado *Unmittelbarkeitsprinzip* (*princípio da transmissão imediata* ou, simplesmente, *princípio da imediação*)²⁷⁰. A partir de então, a tutela do fiduciante passa a ser limitada pelos tribunais aos *casos de imediação*, aqueles em que o fiduciário adquire diretamente do fiduciante o direito pleno sobre o bem fiduciário. O recurso ao *Unmittelbarkeitsprinzip*, justificado para distinguir a *Treuhand* de outras formas de atuação por conta alheia, designadamente da representação indireta (*mittelbarer Stellvertretung*)²⁷¹, mas também como meio de evitar um alastramento excessivo daquela eficácia externa da relação fiduciária que os próprios tribunais haviam construído²⁷², passou a constituir o pressuposto para o reconhecimento de uma *echte Treuhand*²⁷³ e, por essa via, a constituir também o pressuposto para a descrita tutela do fiduciante²⁷⁴. O fundamento para esta limitação é encontrado pela jurisprudência na (suposta) publicidade da especial afetação patrimonial inerente ao bem fiduciário conferida pelo caráter imediato ou direto da transferência entre fiduciante e fiduciário. O *Unmittelbarkeitsprinzip* garantiria um grau adequado de cognoscibilidade externa da relação fiduciária, o que parecia constituir, no entender dos tribunais, um requisito para a tutela do fiduciante face a terceiros²⁷⁵.

²⁷⁰ Cf. GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 28, e referências jurisprudenciais aí contidas; e SOERGEL/LEPTIEN, prenot. §164, p. 550. Uma análise detalhada do estado atual da doutrina encontra-se em GANTER, *Die Rechtsprechung*, pp. 251 ss. Sobre o tema, veja-se, na doutrina portuguesa, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, pp. 262-263, que oferece uma descrição sumária da decisão fundadora desta doutrina da *imediação*, tomada pelo Reichsgericht em 1914, bem como de decisões subsequentes que a vieram confirmar.

²⁷¹ HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 54. Sobre a fronteira que separa as duas figuras, LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 845, acentua a natureza *contínua* da *Treuhand*, que pressupõe uma relação jurídica mais duradoura e a prática de um número indeterminado de atos jurídicos, por oposição ao caráter mais *instantâneo* da *mittelbare Stellvertretung*, que por regra pressuporia a execução de um ato jurídico isolado.

²⁷² Cf. JAEGER, *La separazione*, p. 137. Por outras palavras, mais do que um mero critério de delimitação dos casos em que era reconhecida eficácia externa à relação fiduciária, o *Unmittelbarkeitsprinzip* passou a ser usado como critério tipificador da *Treuhand*.

²⁷³ Entendimento que encontrou eco nalguma doutrina. Por exemplo ENNECCERUS, *Derecho Civil*, I/II, p. 81, nota 8 e p. 388, entendia que só nesse caso se estaria perante os contornos de um efetivo negócio fiduciário. Sobre a distinção operada pelos tribunais entre a fidúcia autêntica (*echte Treuhand*), em que os bens fiduciários são diretamente transmitidos pelo fiduciante, e a *inechte Treuhand*, em que tal não sucede, cf., por todos, SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 48.

²⁷⁴ Inversamente, passa a ser recusado o reconhecimento de externalidades à relação fiduciária na qual o fiduciário era mandatado para proceder à aquisição de um bem (a *Erwerbstreuhand*), bem como nos casos em que o *Treugut* se encontra já na esfera do fiduciário e este simplesmente se compromete a exercer os direitos inerentes no interesse do fiduciante (a *Vereinbarungstreuhand*), casos em que faltaria a referida transferência direta do bem fiduciário entre *Treugeber* e *Treuhänder* — assim, GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 28.

²⁷⁵ Ainda que, também aqui, revelando uma reduzida preocupação de enquadramento conceptual, parece subjacente a este entendimento dos tribunais a ideia de que o princípio da imediação encontraria o seu fundamento normativo como *sucedâneo* do princípio da publicidade típico dos direitos reais (cf., por exemplo, SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 194, para quem o *Unmittelbarkeitsprinzip* constituiria uma emanação, ainda que mais limitada, do princípio da publicidade).

Simultaneamente, a jurisprudência afirma a regra da proibição da subrogação (*Ausschluss des Surrogationsprinzips* ou *Surrogationsverbot*): complementando o princípio da imediação, determinou-se que a tutela do fiduciante se manteria apenas enquanto o bem fiduciário não tivesse sido substituído por outro no patrimônio do fiduciário, excluindo-se um qualquer efeito de *subrogação real*. Fosse esse o caso, isto é, tivesse o bem fiduciário original sido alienado pelo fiduciário, encontrando-se na esfera deste apenas o produto da sua alienação, cessaria o direito reconhecido ao fiduciante de separação na insolvência do fiduciário, ou de oposição à penhora pelos seus credores gerais, não sendo reconhecida uma proteção semelhante para o bem que vem substituir o acervo original²⁷⁶.

Foi significativo o impacto destas limitações impostas pela jurisprudência no desenvolvimento subsequente do direito fiduciário, influenciando decisivamente o estado atual da discussão em torno da tutela do fiduciante perante os credores do fiduciário não relacionados com o vínculo fiduciário. Todavia, em resultado de sucessivas decisões jurisprudenciais que foram alterando o âmbito de aplicação do princípio da imediação (e, em menor medida, da proibição de subrogação real), a que acresceu a sua quase unânime rejeição pela doutrina, a efetiva validade e projeção normativa destes postulados não são hoje absolutamente evidentes²⁷⁷. Por isso, a este tema serão dedicadas mais algumas linhas adiante no texto, depois de sucintamente apresentadas as principais construções doutrinárias da *Treuhand*.

II. Apesar de alguma resistência inicial — que, para rejeitar a relevância externa do *pactum fiduciae* sugerida pela jurisprudência, se refugiava na reiteração acrítica de postulados sempre assumidos como indisputáveis²⁷⁸ —, também a doutrina acabou por

²⁷⁶ Era desta forma limitada a proteção do fiduciante na chamada *Erwerbstreuhand*, uma vez que lhe era recusado o direito de assumir a posição do fiduciário relativamente ao objeto por este adquirido em cumprimento do vínculo fiduciário. Subjacente a este entendimento da jurisprudência estava a recusa de uma regra geral de admissibilidade da *subrogação real* — cf. GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 43. Como nota KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 136, nota 137, na verdade o *Unmittelbarkeitsprinzip* e a *Surrogationsverbot* não constituem dois princípios autónomos, mas antes consequências distintas, porque partindo de perspetivas distintas, de uma mesma regra jurídica substancialmente unitária: a de que as externalidades da relação fiduciária dependeriam sempre da existência (e permanência) no patrimônio do fiduciário de um direito proveniente diretamente do fiduciante; inexistente ou alterada essa situação de base, cessava também a tutela reconhecida ao fiduciante.

²⁷⁷ Para GANTER, "Die Rechtsprechung", p. 255, o princípio da imediação não terá sido ainda *expressamente abandonado*.

²⁷⁸ Relacionados, por exemplo, com a tipicidade dos direitos reais, a unidade do direito de propriedade e a oposição entre direitos reais e direitos de crédito. Para um síntese desta oposição inicial, cf. WIEGAND, "Trau, schau wem", pp. 568 ss.

reconhecer que considerações de justiça e equidade²⁷⁹, mas também o próprio direito positivo impunham algum grau de tutela da posição jurídica do fiduciante contra pretensões incompatíveis de credores gerais do fiduciário²⁸⁰. Mais evidente na literatura, porém, é o esforço de oferecer à almejada proteção do fiduciante um enquadramento dogmático sólido e consistente com as coordenadas gerais do sistema, procurando compatibilizar as externalidades reconhecidas pela jurisprudência com os princípios fundamentais do direito privado²⁸¹. Considerava-se que a jurisprudência desenvolvida ao longo do século XX não esclarecia, nem fundamentava a distinção entre *propriedade económica* e *propriedade formal*, nem tão pouco explicitava como ela poderia ser enquadrada no quadro conceptual dos direitos reais²⁸². O invocado conceito de *propriedade dividida* seria estranho ao direito alemão, para além de claramente incompatível com a dogmática prevalecente desde o direito romano²⁸³. Além de que, alegava ainda a doutrina, a mera invocação de casos legalmente previstos de cisão entre titularidade formal e o benefício económico não bastaria para fundamentar a generalização de uma tal dicotomia, ficando por provar que também a autonomia privada, e não apenas a lei, poderia conduzir a um tal efeito jurídico²⁸⁴.

Os caminhos percorridos na literatura foram todavia diversos e nem sempre compatíveis entre si. Aliás, este é um debate doutrinal longe de estar resolvido, tendo nos últimos anos visto a luz importantes estudos sobre o tema da *Treuhand*, preconizando todos eles construções formalmente distintas. De qualquer modo, comum à generalidade das abordagens é o pressuposto segundo o qual, explorando os limites do sistema jurídico e, dentro deles, lançando mão aos instrumentos que permitem o desenvolvimento coerente do direito positivo, se imporia uma tutela do fiduciante que não ficasse *amarrada* a alguns dogmas bem consolidados na tradição jurídica germânica. Num esforço de sistematização, pode dizer-se que, durante décadas, predominaram as construções de índole jusreal, que procuraram caracterizar a relação jurídica fiduciária assinalando-lhe especiais atributos

²⁷⁹ HUBER, “Rechtsstellung”, p. 401.

²⁸⁰ Ver CANARIS, “Verdinglichung”, p. 411 (nota 190); HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 48.

²⁸¹ Cf. HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 51.

²⁸² Assim, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 266.

²⁸³ Cf. WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 19. Por isso, continua esta argumentação crítica, a construção jurisprudencial não oferecia um critério jurídico claro e conforme ao sistema que permitisse fundamentar devidamente a diferença, por si reconhecida, entre o fiduciante e um qualquer outro titular de uma pretensão meramente obrigacional — GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 16.

²⁸⁴ BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 269. Veja-se, em sentido próximo, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 260, que nota ter prevalecido a ideia de que as referências à equidade ou justiça não poderiam “substituir uma referência sólida de Direito positivo”.

reais, seja da posição jurídica do fiduciante, seja da do fiduciário. Mais recentemente, ganharam peso as construções que abdicam de uma justificação de cariz real e que, ao invés, procuram fundamentar a tutela da pretensão do fiduciante perante terceiros mesmo admitindo a sua natureza meramente obrigacional.

III. Amplamente difundida na doutrina é a referência a um alegado direito *quase-real* (*quasi-dingliche recht*) ou a uma proteção real limitada (*beschränkt dingliche Schutz*) do fiduciante²⁸⁵. A fonte normativa desta *coisificação parcial* da posição do fiduciante («*Verdinglichung*») encontra-se, para os seus defensores, nas sucessivas decisões jurisprudenciais que conferem proteção do fiduciante, designadamente num contexto de insolvência do fiduciário, a fonte normativa para a sua construção²⁸⁶. Tais decisões constituiriam um costume de fonte jurisprudencial, no qual se basearia o direito de separação reconhecido ao *Treugeber*²⁸⁷. Entendem estes autores que a posição jurídica do fiduciante, na sua essência puramente obrigacional²⁸⁸, pode, na presença de determinados pressupostos, ser estruturalmente *reforçada* mediante o reconhecimento de atributos reais, caso em que, mesmo mantendo a sua natureza pessoal, tal posição é oponível a certas categorias de terceiros. Não se trata, porém, de um verdadeiro direito real, não apenas porque aquele *reforço* é parcial — não limitando, por exemplo, o poder de disposição do *Treuänder* e por isso não permitindo a proteção do fiduciante perante terceiros adquirentes do bem fiduciário —, mas porque uma tal qualificação esbarraria sempre no princípio do *numerus clausus*.

Pertence a CANARIS o mais relevante esforço de fundamentação deste suposto fenómeno de *coisificação* parcial de direitos obrigacionais, que para o autor é, de resto, mais

²⁸⁵ É a posição de CANARIS, *Bankvertragsrecht*, pp. 142 ss.; “*Verdinglichung*”, pp. 410 ss.; “*Inhaberschaft*”, pp. 825 ss.; seguido, entre outros, por GERNHUBER, “*Treuhand*”, pp. 358 ss.; HENCKEL, “*Hafungsfragen*”, pp. 137 ss.; SERICK, “*Eigentumsvorbehalt*”, pp. 78 ss.; WESTERMANN, *Sachenrecht*, p. 17.

²⁸⁶ Apontam esta fundamentação consuetudinária dos defensores da *Verdinglichung*, COING, *Treuhand*, p. 44 e MARTINEK, “*Geschäftsbesordnungsrecht*”, pp. 371 ss.

²⁸⁷ Nestes termos, GERNHUBER, “*Treuhand*”, p. 358; KILGER/SCHMIDT, *KO §43*, p. 263; STEIN/JONAS, *ZPO §771*, pp. 658 ss. A referência aqui a costume ou direito consuetudinário constitui a tradução possível da expressão *Gewohnheitsrecht*, que, mais do que se referir ao conceito tradicional de costume, procura identificar uma regra jurídica resultante de criação jurisprudencial constante e uniforme. As referências no texto à natureza consuetudinária do regime positivo de tutela do fiduciante devem, portanto, ser entendidas à luz desta advertência; JAEGER, *La separazione*, p. 22, precisamente por este motivo, prefere traduzir por *ius receptum*.

²⁸⁸ Assim, CANARIS, “*Verdinglichung*”, p. 410.

amplo, abrangendo outras situações-tipo para além do negócio fiduciário²⁸⁹. De uma tal *coisificação* de um direito obrigacional poder-se-ia falar quando “a uma estrutura fundamental de um direito obrigacional fossem atribuídas características individuais reais”²⁹⁰. Trata-se, então, de uma figura híbrida, intermédia (*Mischgebilde*), cujo *lugar dogmático* estaria entre o direito das obrigações e os direitos reais²⁹¹. Isso mesmo teria acontecido com a posição do fiduciante, consistentemente *reforçada* pelos tribunais através do reconhecimento de oponibilidade aos credores gerais do fiduciário. Para aqui chegar, o autor apoia-se em princípios estruturantes dos direitos reais: entende CANARIS que os princípios da publicidade (*Publizitätsprinzip*) e da abertura ou aparência (*Offenkundigkeitsprinzip*)²⁹² deveriam substituir o *Unmittelbarkeitsprinzip* enquanto critérios de fronteira dos casos de *coisificação* de pretensões obrigacionais e, em consequência, também enquanto critérios de delimitação dos casos em que se justifica a proteção *externa* do fiduciante²⁹³.

²⁸⁹ Veja-se CANARIS, *Bankvertragsrecht*, pp. 142 ss.; “Verdinglichung”, pp. 410 ss.; *Inhaberschaft*, pp. 825 ss. Relevante, também, a construção de DULCKEIT, *Die Verdinglichung obligatorischer Rechte*, objeto de apreciação crítica por CANARIS, “Verdinglichung”, pp. 378 ss.

²⁹⁰ Cf. CANARIS, “Verdinglichung”, p. 372.

²⁹¹ Cf. CANARIS, “Verdinglichung”, p. 372, precisamente porque característica da *coisificação* seria a projeção, sobre uma situação jurídica na sua essência obrigacional, de algumas, mas não todas, as características estruturais de um direito real. Se todas essas características se concretizassem, emergiria antes um novo direito real (*id.*, p. 372). Este lugar intermédio — que para o autor justifica, designadamente, que não sejam necessariamente aplicáveis a direitos subjetivos *coisificados* regras de direitos reais (*id.*, pp. 374-375) —, não significa que o processo de *coisificação* se encontre totalmente liberto dos constrangimentos impostos pelos princípios fundamentais de direitos reais, em particular pelo princípio do *numerus clausus*. Desde logo, ele atua como limite da autonomia privada, não sendo permitido às partes acordar livremente a *coisificação* de direitos (obrigacionais) recíprocos (CANARIS, “Verdinglichung”, p. 376). Todavia, tal não impede o desenvolvimento e aperfeiçoamento do direito (*Rechtsfortbildung*), nomeadamente por intermédio de um processo devidamente enquadrado de *Verdinglichung* desenvolvido (e a desenvolver) pelos tribunais (*id.*, 376-377). Daí resulta, para CANARIS, uma importante consequência metodológica: os limites impostos pela tipicidade das situações jurídicas reais, e portanto a necessidade de assegurar de forma clara a fronteira destas perante as situações jurídicas puramente obrigacionais, tornariam inadmissível o recurso ao método tipológico para a *coisificação* de direitos obrigacionais (CANARIS, “Verdinglichung”, p. 377); a *variabilidade* das situações subsumíveis a um tipo, característica do pensamento tipológico, tornaria fluidas as fronteiras entre direitos reais e obrigacionais, colocando em crise os objetivos prosseguidos pelo princípio do *numerus clausus*. Em alternativa, o reconhecimento de atributos reais a situações jurídicas obrigacionais deveria seguir o método conceptual-abstrato, donde resultaria que entre os direitos reais e os direitos obrigacionais não existiriam várias formas intermédias (*Zwischenformen*) ou de fronteira (*Übergangsformen*), a que se poderia chegar mediante a recondução de situações jurídicas concretas a tipos (de direitos reais), mas sim uma única hipótese de *coisificação* de direitos obrigacionais, sujeita a requisitos determinados e com consequências também elas claramente delimitadas.

²⁹² Sobre a relevância basilar deste princípio no sistema de direitos reais germânico, por exemplo, BAUR/STÜRNER, *Sachenrecht*, pp. 31 ss., e WESTERMANN, *Sachenrecht*, pp. 18-19.

²⁹³ CANARIS, “Verdinglichung”, p. 412. No mesmo sentido, também THOMAS, “Begründung”, p. 1708. Voltar-se-á mais adiante a este tema da relevância da natureza aparente da relação fiduciária enquanto pressuposto da tutela reconhecida ao fiduciante.

Crítica generalizada, tanto em textos mais antigos²⁹⁴ como nos mais atuais²⁹⁵, é a de que esta construção consubstanciaria uma mera *descrição* da posição jurídica do fiduciante, que se limitava a assinalar, de forma “algo mistificadora”²⁹⁶, o fenómeno (pouco conhecido e pouco explicado) de *coisificação* de direitos obrigacionais. Ela não oferecia uma verdadeira justificação dogmática para a *transformação genética* da pretensão reconhecidamente obrigacional do fiduciante e, portanto, para os efeitos externos que se pretendia reconhecer à relação fiduciária²⁹⁷. CANARIS partiria do pressuposto de que a ordem jurídica faria já uso de uma tal possibilidade de coisificação de direitos obrigacionais, que teria como suporte um alegado costume jurisprudencial²⁹⁸ e de que a *Treuhand* seria exemplo central²⁹⁹. O autor teria, desta forma, sucumbido a uma construção circular — numa mera *fuga conceptual* — em que a justificação dogmática apresentada se suporta nas decisões jurisprudenciais, ao invés de oferecer o respetivo fundamento³⁰⁰. Também a substituição do princípio da imediação pelo princípio da aparência, enquanto critério de delimitação das relações fiduciárias objeto de coisificação, é amplamente rejeitada³⁰¹.

IV. Outros autores invertem a perspetiva e optam por uma qualificação especial da posição jurídica do fiduciário, que consubstanciaria não uma situação de propriedade comum, plena, mas antes um direito real especial, novo, e sujeito a limitações inerentes ao *pactum fiduciae*³⁰²; tratar-se-ia de uma propriedade fiduciária, não reconduzível, pelo menos integralmente, ao direito de propriedade comum. Ainda que com subtis diferenças, que são

²⁹⁴ Por exemplo, EMMERICH, *Sanierung*, p. 167.

²⁹⁵ Esta crítica está presente, entre outros, em BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 267; GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 32; GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, pp. 318 ss.; HENSSLER/RUBNER, “Anmerkung”, pp. 237-238; e HIRSCHBERGER, *Doppeltreuhand*, pp. 57 ss.

²⁹⁶ HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 49.

²⁹⁷ Crítica já apontada por SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 133, à corrente jurisprudencial que ia afirmando a proteção do fiduciante na insolvência do fiduciário; mais recentemente, BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, p. 127; GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 33; ROLL, *Vermögensverwaltung*, p. 103.

²⁹⁸ Por exemplo, HUBER, “Rechtstellung”, p. 403.

²⁹⁹ Cf. LÖHNIG, *Treuhand*, p. 732

³⁰⁰ Notando este *defeito circular* da construção de CANARIS, veja-se LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 732 ss.

³⁰¹ Entre outros, por HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 57; LÖHNIG, *Treuhand*, p. 733; SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 159; SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, p. 79; WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 53; WIEGAND, “Entwicklung”, pp. 126 ss.

³⁰² É assim, entre outros, para ASMUS, *Dogmengeschichtlichen*, pp. 68 ss. e pp. 327 ss.; BAUR/STÜRNER, *Sachenrecht*, pp. 21- 22; BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, p. 125; REINHARDT/ERLINGHAGEN, “Rechtsgeschäftliche Treuhand”, pp. 46 ss.; STAUDINGER/WIEGAND, prenot. §929, pp. 368 ss.; e WIEGAND, “Die Entwicklung”, pp. 126 ss.; “Numerus clausus”, pp. 626 ss.; e WOLFF/RAISER, *Sachenrecht*, pp. 354-355.

mais de forma do que de conteúdo, os autores que optam por qualificar a posição jurídica do fiduciário como um tipo especial de *propriedade* assinalam que a projeção do *numerus clausus* nas relações fiduciárias não impediria os tribunais de reconhecer novos direitos reais³⁰³, designadamente para dar resposta a novas necessidades do tráfego³⁰⁴. Isso mesmo teria sucedido com a *fiduziarische Eigentum*: os tribunais, com a sucessiva e consistente proteção garantida ao fiduciante perante os credores gerais do fiduciário, teriam reconhecido um tipo especial de direito real, uma *propriedade limitada*³⁰⁵, *dividida* ou *relativa*³⁰⁶, que seria adquirida pelo *Treuhänder* de modo a realizar o escopo fiduciário, mas que não seria oponível ao *Treugeber* num contexto insolvência do fiduciário³⁰⁷. Comum a estas construções seria a separação (*Teilung*), por efeito da transmissão fiduciária e entre fiduciante e fiduciário, de determinadas faculdades inerentes ao direito fiduciário; o fiduciário seria proprietário pleno perante terceiros, mas não na relação com o fiduciante³⁰⁸.

A este entendimento foi contraposto que a consideração da finalidade que grava o bem fiduciário, quando transmitido para o *Treuhänder*, enquanto fundamento daquela *propriedade fiduciária* implicaria a renúncia, alegadamente ilícita, ao princípio da abstração³⁰⁹; tal questionaria frontalmente o conceito *savignyano* de propriedade³¹⁰. Foi

³⁰³ Já SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 197 ss., tinha percorrido este caminho, mas era seu entendimento que uma tal criação consuetudinária de um novo direito real ainda não tinha ocorrido. THOMAS, “Begründung”, p. 1709, em 1968, conclui o contrário.

³⁰⁴ Cf. REINHARDT/ERLINGHAGEN, “Rechtsgeschäftliche Treuhand”, p. 48; WIEGAND, “Numerus clausus”, p. 641. Como nota BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, p. 125: “O numerus clausus dos direitos reais não consistia numa cimentação definitiva das faculdades reais”.

³⁰⁵ STAUDINGER/WIEGAND, prenot. §929, pp. 368 ss., entendida como propriedade limitada por um escopo específico. Em sentido convergente, REINHARDT/ERLINGHAGEN, “Rechtsgeschäftliche Treuhand”, p. 49.

³⁰⁶ Cf. ASMUS, *Dogmengeschichtlichen*, p. 68. Para o autor, precisamente porque a propriedade do fiduciário se encontra limitada funcionalmente à prossecução do interesse do fiduciante (*zweckbeschränktes Eigentumsrecht*), o âmbito de poderes que ela lhe confere é limitado por esse fim; consequentemente, o fiduciante mantém, sobre o bem fiduciário, uma esfera de influência que deve ainda ser qualificada como real.

³⁰⁷ REINHARDT/ERLINGHAGEN, “Rechtsgeschäftliche Treuhand”, p. 46. KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 170, fala da necessidade de uma “divisão funcional dos direitos” que integram o conceito de propriedade.

³⁰⁸ WOLFF/RAISER, *Sachenrecht*, pp. 354-355, falam de uma “relativ unwirksames Eigentum”, em que o fiduciário seria titular de um direito tendencialmente pleno e exclusivo nas relações externas, mas já não assim perante o fiduciante, que manteria, por isso, um direito de reivindicação relativamente ao bem fiduciário.

³⁰⁹ Vão neste sentido as posições de HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 86, e de LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 736-737. O mesmo sucede com a jurisprudência, que recusou este entendimento com base na sua alegada incompatibilidade com o modelo conceptual vigente de direito de propriedade, baseado no direito romano — GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 34, com indicação bibliográfica. Rejeitando igualmente que a relação fiduciária dê origem a uma situação de pluralidade de proprietários, WESTERMANN, *Sachenrecht*, p. 183.

³¹⁰ De entre os autores que sustentaram o cariz especial da propriedade fiduciária, terá sido WIEGAND quem mais se esforçou por rebater esta crítica (cf., por exemplo, STAUDINGER/WIEGAND, prenot. §929, pp. 312 ss.; WIEGAND, “Entwicklung”, pp. 126 ss., e “Numerus clausus”, pp. 626 ss.; pode encontrar-se uma síntese da posição do autor em LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 734-735.). O autor reconhece que, como legado da tradição da pandectística,

também apontado a esta construção que, ao contrário do que sucedia com outros direitos reais desenvolvidos pela jurisprudência — como a expectativa real de aquisição³¹¹ —, a posição do fiduciante não permitiria uma delimitação clara do seu conteúdo, tal a diversidade de relações fiduciárias concebíveis³¹²; não seria apreensível o surgimento e a delimitação de um verdadeiro tipo³¹³. Ficavam assim por delimitar, de forma clara, as exatas fronteira entre a invocada *propriedade dividida* ou *relativa* e os direitos subjetivos puramente obrigacionais, sendo aberta uma brecha significativa na estrutura de alocação de posições jurídicas reais³¹⁴. Para além destas críticas dogmáticas, foi igualmente apontada uma crítica metodológica, análoga à dirigida aos autores que sustentam a *coisificação* da posição do fiduciante: em vez da demonstração da compatibilidade de um tal novo direito real com o *numerus clausus* e com o princípio da abstração, dá-se uma inversão de causa e efeito, sendo a proteção do fiduciante na insolvência do fiduciário reconhecida pelos tribunais³¹⁵ simplesmente apontada como evidência daquela propriedade fiduciária, sem que para tal seja oferecido um fundamento normativo convincente³¹⁶.

o caráter absoluto do direito de propriedade constitui uma peça central do sistema jurídico, um “*fundamento axiomático da (...) ordem jurídica*”, que encontraria, designadamente, no §137BGB a sua consagração legal (cf. WIEGAND, “*Numerus clausus*”, p. 623). Não deixa porém de contextualizar esse entendimento como princípio fundamental do direito privado do século XIX, que era acima de tudo o *direito do tráfego*: a economia de mercado entretanto emergente necessitaria, para a segurança do comércio jurídico, do caráter abstrato da transmissão da propriedade, bem como do caráter absoluto e indivisível deste direito (cf. WIEGAND, “*Entwicklung*”, p. 119, e “*Numerus clausus*”, p. 635). Já não seria assim no direito atual: o princípio da abstração teria sido abandonado enquanto elemento central da proteção do tráfego, o que seria demonstrado pelo sucessivo reconhecimento, pelos tribunais e pelo legislador, de propriedades de escopo específico, incluindo com funções de garantia (WIEGAND, “*Entwicklung*”, pp. 125-126). No direito hodierno teria antes que se afirmar uma tendencial precedência da vontade das partes sobre a rigidez dos direitos reais, quando a tal não se opusessem interesses de terceiros ou gerais de maior peso (WIEGAND, “*Entwicklung*”, p. 126).

³¹¹ Direito real cujo desenvolvimento, ao contrário do que sucedia com uma suposta *fiduziarische Eigentum*, seguiu um processo metodologicamente claro e cuidadoso, em respeito dos interesses da proteção do tráfego — HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 85.

³¹² Cf. LÖHNIG, *Treuhand*, p. 742.

³¹³ Cf. BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, p. 127; TEBBEN, *Unterbeteiligung*, p. 114. Já SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, pp. 38 ss., de resto, havia apontado nesta direção. O *numerus clausus* não impediria, em abstrato, o desenvolvimento de um novo direito real limitado, mas barraria já o surgimento de um direito real absolutamente amorfo, cujo conteúdo se encontrasse dependente totalmente da vontade das partes; neste sentido, Cf. CANARIS, “*Verdinglichung*”, p. 377; LÖHNIG, *Treuhand*, p. 742.

³¹⁴ GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 34.

³¹⁵ Bem como alguns casos especiais de titularidade fiduciária ou por qualquer razão limitada de direitos objeto de regulação legal, que porém, atenta a sua natureza excecional, não poderiam ser usados como fundamentos normativos para o reconhecimento generalizado de uma propriedade fiduciária — SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 242 ss.

³¹⁶ Assim, GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 33; HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 49; LÖHNIG, *Treuhand*, p. 737; ROLL, *Vermögensverwaltung*, p. 103.

V. Noutra direção, ganhou peso significativo a qualificação do bem fiduciário enquanto património autónomo («*Sondervermögen*»), que teve no trabalho de H. COING, *Die Treuhand kraft privaten Rechtsgeschäfts*, publicado em 1973, o seu mais significativo contributo³¹⁷. Segundo este entendimento, o *Treugut* — que se encontraria na titularidade plena do fiduciário³¹⁸ — seria caracterizado pela sua afetação finalística («*Zweckbindung*») à prossecução de um interesse distinto do interesse idiossincrático do seu titular³¹⁹, constituindo um acervo patrimonial segregado dos restantes bens do fiduciário (que compunham o seu «*persönliches Vermögen*»)³²⁰. Como consequência deste efeito de separação patrimonial — que teria como pressuposto a *determinabilidade* do bem fiduciário³²¹ —, seria reconhecida ao fiduciante e beneficiário daquele património autónomo um direito de se opor à penhora do bem fiduciário pelos credores gerais do fiduciário, bem como o de separar aquele *Treugut* da massa insolvente do *Treuhänder*³²².

³¹⁷ Bem patente em COING é a intenção de abandonar a justificação da tutela do fiduciante com base na mera contraposição entre titularidade material (ou económica) e formal (ou jurídica), que o autor considera fluida e ambígua (por exemplo, p. 95). Recorrem também a esta qualificação do bem da fidúcia como um património autónomo, entre outros, KÖTZ, *Trust und Treuhand*, pp. 134 ss. (p. 137); LAMMEL, *Haftung*, p. 143; LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 847; ROLL, *Vermögensverwaltung*, p. 99; WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht*, p. 248. STAUDINGER/WIEGAND, prenot. §929, p. 368 ss. O impacto da obra de COING na doutrina germânica é inquestionável, constituindo a base para construções alternativas que, mesmo quando não o acompanhando plenamente, não deixam de assentar num modelo jurídico equivalente. É esse o caso de LÖHNIG, *Treuhand*, p. 750, e das teorias que sustentam que a relação fiduciária constitui uma sociedade civil, como GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 85 ss., e N. WIEGAND, *Die Sicherungsgesellschaft*, pp. 85 ss.

³¹⁸ E, portanto, não num qualquer direito real especial: COING, *Treuhand*, pp. 94 ss., p. 156 e pp. 161 ss.

³¹⁹ Cf. COING, *Treuhand*, p. 86. O conceito património autónomo sustentado por COING assenta num critério funcional ou finalístico; a qualificação de um determinado direito como pertencente ao património comum de um determinado devedor, ou a um património autónomo integrado na sua esfera, depende, em primeiro plano, da *função* que esse direito desempenha naquela esfera patrimonial, ou da *finalidade* que especificamente lhe está (ou não) destinada (*id.*, pp. 100 ss.).

³²⁰ Sobre a dogmática dos *Sondervermögen*, no direito alemão, LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, pp. 386 ss.; DAUNER-LIEB, *Unternehmen*, pp. 41 ss., e WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht*, p. 248.

³²¹ Cf. COING, *Treuhand*, p. 190, rejeitando a limitação da proteção do fiduciante aos casos de imediação e propondo a substituição do *Unmittelbarkeitsprinzip* pelo *Bestimmtheitsprinzip*.

³²² Assim, COING, *Treuhand*, pp. 176 ss.; LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 847. Esta proteção é estendida, igualmente, a qualquer terceiro a benefício de quem a relação fiduciária tenha sido estabelecida e a quem, nos termos do *pactum fiduciae*, os bens fiduciários devam ser entregues (*id.*, p. 182). Já o direito do fiduciário a ser indemnizado pelo fiduciante por despesas e encargos relacionados com os seus deveres fiduciários (*ex vi* §670 BGB) poderá ser objeto de execução pelos credores do fiduciário. Inversamente, e também como resultado da qualificação do bem fiduciário como património autónomo, aos credores do fiduciante não seria permitida a satisfação (direta) com os bens fiduciários, não lhes sendo por isso reconhecido um título executivo contra o fiduciário — cf. COING, *Treuhand*, p. 180, acompanhando a jurisprudência então assente de que, nestes casos, os credores do fiduciante poderiam unicamente executar o direito do fiduciante à retransmissão dos bens fiduciários. A mesma opinião tem CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 180 e “*Inhaberschaft*”, p. 832, entendendo que apenas a pretensão (obrigacional, eventualmente reforçada) do fiduciante contra o fiduciário pode ser objeto de execução direta por parte dos credores do fiduciante.

O fundamento de direito positivo para esta qualificação do património fiduciário como um verdadeiro património autónomo é encontrado por COING numa alegada possibilidade de *generalização* da coordenada normativa consistentemente aplicada no direito alemão segundo o qual os modos de atuação fiduciária surgem sempre associados ao reconhecimento de um efeito de separação patrimonial. Afinal, o direito alemão (civil e comercial) conheceria já inúmeras figuras jurídicas de natureza fiduciária³²³ e que encerrariam um princípio com vocação geral que permitia o reconhecimento genérico de um efeito de segregação patrimonial (também) na *Treuhand* atípica³²⁴.

De entre as demais teorias que enquadram o *Treugut* na categoria dos patrimónios autónomos, existem diferentes fundamentações que, sendo obviamente tributárias da construção de COING, dela se procuraram demarcar e autonomizar. É notado que aquele autor assume, sem mais, a qualificação do bem fiduciário enquanto «*Sondervermögen*», sem oferecer uma fundamentação para afastar os postulados, então dominantes, de que a ordem

³²³ Entre outros exemplos, COING, *Treuhand*, pp. 17 ss., destaca a regulação das *Kapitalanlagegesellschaft*, o KAGG, que o autor considera “a primeira regulação legal concisa das relações fiduciárias no direito alemão (...) especialmente relevantes para o desenvolvimento dos princípios da *Treuhand* no direito alemão” (id., p. 24). Aqui, eram expressamente reguladas, de forma sistemática, questões como a imperatividade da prossecução pela sociedade de investimento dos interesses do investidor, a separação entre património próprio e património fiduciário, as instruções do investidor e a limitação da responsabilidade. Essencial na construção de COING são, noutro domínio, determinados institutos do direito das sucessões, em particular as figuras do fiduciário (*Vorerbe*), do testamenteiro (*Testamentsvollstreckung*), bem como o regime da responsabilidade dos herdeiros (*Erbenhaftung*) (id., pp. 171ss.), que teriam subjacente uma mesma ponderação normativa que associava a propriedade por conta e risco de outrem ao reconhecimento de um efeito de separação patrimonial.

³²⁴ Ainda de um prisma dogmático, esta *generalização* seria sustentada com recurso ao conceito de *atuação neutral* (*neutrales Handeln*), que o autor recupera de DÖLLE, “*Neutrales Handeln*”, pp. 271 ss., desenvolvido no domínio do direito da representação com o propósito de traçar a fronteira entre a representação indireta e a atuação fiduciária. Esta teoria de DÖLLE é construída com base em determinadas figuras de “*administração*” previstas na lei (o testamenteiro, o fiduciário, o administrador da insolvência e da execução) mas deve, segundo COING, *Treuhand*, pp. 173-174, ser estendida à figura geral da *Treuhand*. DÖLLE, “*Neutrales Handeln*”, pp. 271 ss., rejeita que uma distinção, fundada no §164 BGB, entre atuação por conta própria ou atuação por conta de outrem revista um caráter exclusivo. Ao lado estas, seria ainda concebível, e encontraria amparo na ordem jurídica, uma atuação cujos efeitos jurídicos se projetam num património definido e delimitado do restante património do sujeito em questão. Uma tal atuação, a *neutrales Handeln*, distinguir-se-ia da representação indireta, cujo traço essencial seria precisamente a preponderância do interesse do representado, a que o representante estaria forçosamente vinculado, mas independentemente de qualquer massa patrimonial (DÖLLE, “*Neutrales Handeln*”, pp. 274-275). Não assim na atuação neutral, em que o sujeito estaria vinculado a ponderar os interesses contrários à massa patrimonial que lhe é confiada, de forma mais independente dos interesses de um determinado sujeito (DÖLLE, “*Neutrales Handeln*”, p. 273, cujo critério assim enunciado é por exemplo acolhido também em STAUDINGER/SCHILKEN, prenot. §§164 ss., p. 29). COING, *Treuhand*, p. 53, reconhecendo que a construção de DÖLLE se refere exclusivamente às situações específicas previstas na lei, entende que ela reveste alcance geral, servindo para caracterizar a essência da *Treuhand*, assente precisamente numa vinculação a um objeto (“*objektbezogen*”). E isso seria importante não apenas para a delimitação entre fidúcia e representação indireta, mas, para COING, também para fundamentar a sua tese de que os bens fiduciários constituem, sempre, e não apenas nos casos previstos na lei, um património autónomo.

jurídica alemã acolheria um *numerus clausus* de patrimónios autónomos³²⁵ e aceitaria a subrogação real apenas em casos excepcionais³²⁶. Neste quadro, merece referência especial LÖHNIG que, na sua extensa tese de habilitação de 2006, aponta críticas contundentes à construção de COING. Assinala, desde logo, a inexistência de uma regra geral habilitadora da subrogação real, bem como a inadmissibilidade de uma aplicação analógica das regras em que a figura surge especialmente prevista³²⁷. Além disso, aponta a impossibilidade de, considerando o cariz central do princípio da unidade patrimonial³²⁸ — e face ao alcance do §137 BGB —, admitir a constituição de patrimónios autónomos exclusivamente ao abrigo da autonomia privada, independentemente de norma legal habilitante³²⁹. Não obstante, a construção proposta por LÖHNIG acaba por se aproximar significativamente da de COING; aquele autor limita-se a encontrar num facto superveniente — a entrada em vigor da InsO e, nesse âmbito, o reconhecimento legal da possibilidade de, por ato jurídico interprivados, ser constituído um património autónomo³³⁰ — o fundamento para ultrapassar as críticas que ele aponta a COING e para, assim, construir a sua tese do *Treugut als Sondervermögen*^{331/332}.

³²⁵ Entre os quais o das sociedades civis do BGB (cf., uma vez mais, GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 82).

³²⁶ Cf. LÖHNIG, *Treuhand*, p. 766.

³²⁷ Cf. LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 766 ss., que considera não ter o legislador do BGB consagrado uma regra geral sobre subrogação nos patrimónios separados (*id.*, 767), mas apenas para situações específicas, nem todas subsumíveis a um mesmo tipo. Acresce que a aludida aplicação analógica das regras especiais que preveem, especialmente para os casos de patrimónios autónomos reconhecidos na lei, a possibilidade de subrogação pelo respetivo beneficiário, seria vedada pela prevalência de preocupações com a segurança do tráfico (*id.*, 769).

³²⁸ Assim, LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, pp. 386 ss.

³²⁹ Cf. LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 769-770; no mesmo sentido, BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, p. 246. Por fim, LÖHNIG rejeita o reconhecimento generalizado e consistente dos efeitos jurídicos da *atuação neutral* e portanto o carácter decisivo desta alegada característica da relação fiduciária para justificar a qualificação do bem fiduciário como património autónomo (cf. LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 770-771).

³³⁰ Trata-se do regime dos §§286 ss. (e em particular do §292 InsO), aplicável no caso de insolvência de pessoa singular, nos termos do qual se prevê a cessão, pelo devedor, de parte dos seus rendimentos a um fiduciário, que enquanto fiduciário tanto do devedor, como dos credores da insolvência, se obriga a utilizar aqueles mesmos rendimentos para satisfazer as dívidas da insolvência. A posição de poder do fiduciário e o património autónomo que os créditos cedidos consubstanciariam no património do fiduciário — que não responderiam pelas dívidas pessoais do fiduciário (LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 773 ss.) — resultam, ao contrário do que sucederia com o administrador da insolvência, não de uma nomeação oficial, mas de uma atuação de direito privado do devedor (*id.*, p. 770). Estaria em causa não uma relação fiduciária especial — como, por exemplo, a regulada no KAGG, que por esse motivo era objeto de uma regulação mais abrangente (*id.*, pp. 772-773) —, mas a figura geral da *Treuhand*, à qual, porém, o legislador decidira reconhecer a aptidão para a criação de um património autónomo (*id.*, p. 777). LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 772-773, a certa altura da sua argumentação, chega a sustentar que este novo regime não seria mais do que a positivação da teoria de COING. Nesta direção, veja-se, adiante, a análise da figura análoga entre nós consagrada no CIRE (cf. §5.4).

³³¹ Cf. LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 798 ss.

³³² Ainda neste domínio, merecem referência construções recentes, mas claramente minoritárias, que, não rejeitando a qualificação do bem fiduciário como *Sondervermögen*, sustentam a sua recondução a um tipo legal de património autónomo: as sociedades civis, reguladas nos §§705 ss. BGB. Neste sentido, por exemplo, GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 80 ss. e pp. 85 ss. e, especificamente para a *fiducia cum creditore*, N. WIEGAND, *Die*

VI. Surgem depois posições que, para enquadrar a *fiduziarische Treuhand*, rejeitam uma qualquer forma propriedade especial ou de escopo, uma situação de propriedade dividida ou o reconhecimento de outro direito real limitado especial, acentuando antes uma abordagem obrigacional da relação fiduciária. Começa por ser relevante a posição de GRUNDMANN, para quem, no direito alemão, os problemas da *relação externa* da *Treuhand* devem ser tratados à luz da doutrina da eficácia reflexa dos contratos³³³. Atentos os seus efeitos típicos, e desde que verificados certos pressupostos, a *Treuhand* consubstanciaria um acordo cujo *efeito reflexo* seria o de limitar o acesso, por terceiros — *i.e.*, os credores gerais do fiduciário — ao bem fiduciário³³⁴. Tal não seria, contudo, sempre assim: a produção

Sicherungsgesellschaft, pp. 85 ss. e pp. 114 ss. Em síntese, entendem estes autores que a mera vontade das partes não chega para que, por negócio jurídico, se constitua um património autónomo *atípico*; tal seria vedado pelo omnipresença do §137 BGB, mas também pela projeção do princípio da tipicidade dos direitos reais e, dele decorrente, da ideia de indivisibilidade do direito de propriedade (GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 80 ss.). Assim sendo, a única possibilidade de conceber o bem fiduciário como um património autónomo seria a recondução da relação fiduciária ao instituto das sociedades civis e a identificação do *Treuhandabrede* com um *Gesellschaftsvertrag* (GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 85 ss.; N. WIEGAND, *Die Sicherungsgesellschaft*, pp. 114 ss.). Essencial para a esta identificação seria, considerados os elementos tipológicos relevantes na qualificação de um *Gesellschaftsvertrag*, o interesse, comum a ambas as partes, de prossecução de um determinado fim específico, e a intenção de que o *Treugut* fosse mantido separado do património pessoal do *Treuhänder* e não disponível para satisfazer as suas dívidas pessoais (GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 133 ss., pp. 151 ss. e p. 452; N. WIEGAND, *Die Sicherungsgesellschaft*, pp. 134 ss.). Na base desta construção está o reconhecimento de uma *comunhão de interesses*, alegadamente análoga à que subjaz à sociedade civil (GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 100 ss.). A qualificação da *Treuhand* enquanto *Gesamthand* permitiria, então, uma proteção eficaz do fiduciante perante terceiros, designadamente os credores gerais do fiduciário, uma vez que asseguraria o isolamento do *Gesamthandvermögen* (GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 279 ss.), sendo igualmente aplicáveis os §§771ZPO e 47InsO, sem que para isso fosse necessário recorrer a princípios — alegadamente inadequados e desconformes como o sistema — como o *Unmittelbarkeitsprinzip* e o *Offenkundigkeitsprinzip* (GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 454). Manter-se-ia a disciplina reconhecida ao longo dos tempos pela jurisprudência, mas suportada por uma construção mais conforme de um ponto de vista dogmático. Aceitando que, na relação interna, a *Treuhand* pode apresentar elementos próximo da sociedade civil, HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 44, rejeita uma tal equiparação para efeitos externos, assinalando como diferença fundamental a obrigação do fiduciário, típica da *Treuhand*, de retransmissão do bem fiduciário ao fiduciante ou a terceiro, bem como nas particularidades do regime de cessação dos contrato de sociedade, inadequado para corretamente regular a *Treuhand*.

³³³ GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, pp. 298 ss. Nota o autor (id., pp. 296-297) que “[s]e se for sério com a qualificação juscontratual da relação fiduciária, então no direito alemão os problemas da relação externa devem ser entendidos de acordo com a eficácia face a terceiros dos contratos”.

³³⁴ Para esse efeito, o autor recupera a distinção, corrente na literatura jurídica germânica sobre a eficácia externa das obrigações — que GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 296, considera um *princípio cristalizado* — entre os chamados contratos prejudiciais para terceiros (“*Verträgen zu Lasten Dritter*”) e os contratos com eficácia onerosa face a terceiros (“*Verträgen mit Lastwirkung gegenüber Dritter*”), categoria a que seria reconduzível a *Treuhand* (GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 300). De um lado, estariam as relações contratuais destinadas diretamente a prejudicar terceiros, designadamente impondo-lhes deveres sem a sua aceitação, e que, por isso mesmo, escrutinadas ao abrigo dos §§134 e 138 BGB, bem como do princípio da relatividade dos contratos, são consideradas ilícitas (cf. GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 298; no mesmo sentido, HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 61; HABERSACK, *Vertragsfreiheit*, pp. 36 ss.; *Münchener Kommentar BGB* (KRAMER), 2, pp. 16 ss.; MARTENS, “*Rechtsgeschäft*”, pp. 171 ss.). De outro, aquelas relações contratuais cujos efeitos (inevitáveis) face a terceiros podem ser tolerados pela ordem jurídica, implicando a limitação ou redução para um número limitado das possibilidades, em abstrato ilimitadas, de conformação do conteúdo de um contrato (GRUNDMANN,

destes efeitos perante um sujeito não envolvido na celebração do contrato dependeria ainda de uma avaliação posterior dos interesses conflitantes. Neste segundo passo da argumentação, GRUNDMANN fundamenta aquela eficácia externa do acordo fiduciário numa ponderação de interesses entre o fiduciante e os terceiros, devendo, por princípio, ser rejeitada a tutela do fiduciante perante os credores gerais do fiduciário apenas quando a avaliação do caso concreto justificasse a prevalência dos interesses destes face aos daquele³³⁵. De um prisma de direito positivo, GRUNDMANN fundamenta a admissibilidade de uma tal ponderação de interesses na elasticidade das regras relevantes para a determinação do património do devedor (em particular, os já referidos §43KO e §771ZPO), preceitos que imporiam a consideração das pretensões obrigacionais que, à luz de uma ponderação de interesses, deveriam ser eficazes perante os demais credores³³⁶.

A crítica essencial que a construção de GRUNDMANN encontra na literatura é, de certa forma, paralela à que foi apontada às chamadas *construções jusreais*: uma recondução da tutela do fiduciante à teoria da eficácia reflexa dos contratos constituiria uma mera descrição de determinados efeitos reconhecidos pelos tribunais, mas não uma verdadeira legitimação dogmática dos mesmos³³⁷. Não seria explicado, de forma convincente, por que razão seriam reconhecidos à *Treuhand* aqueles efeitos externos, mesmo condicionados a

Treuhandvertrag, pp. 296-298; *Münchener Kommentar BGB (KRAMER)*, 2, pp. 16 ss.). Os contratos do primeiro tipo seriam sempre ilícitos, ou pelo menos não produziram efeitos perante terceiros, ao passo que os do segundo poderiam ou não produzir efeitos, de acordo com um controlo de conteúdo e uma ponderação entre os interesses das partes e os interesses dos terceiros afetados (GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 302).

³³⁵ GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 304, que se suporta aqui também nas opiniões de HABERSACK, *Vertragsfreiheit*, p. 70, e MARTENS, “Rechtsgeschäft”, p. 174. Para o autor, a regra seria, pelo menos na relação fiduciária de gestão, a prevalência do interesse do fiduciante sobre os de terceiros, designadamente credores do fiduciário (p. 320). Isto porque, em regra neste tipo de relações fiduciárias, era ao *Treugeber*, e não ao terceiro — credor geral do *Treuhänder* —, que deveria ser imputado o investimento no *Treugut*, pelo que, na por si sugerida ponderação de interesses, os daquele teriam sempre prioridade sobre os deste (*id.*, p. 321). Este entendimento encontra críticas na doutrina germânica, uma vez que, aplicado de forma coerente a outros casos, justificaria também a tutela do comprador que tenha já pago o preço mas a quem não tenha sido ainda entregue o bem (pelo que não teria havido ainda transmissão de propriedade) em caso de insolvência do vendedor, ou também, inversamente, de um vendedor que houvesse já entregue ao comprador a coisa, sem reserva de propriedade, sem pagamento de preço, na insolvência do comprador; regras que, porém, não valem no direito alemão (cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 289).

³³⁶ GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, pp. 309 ss. e p. 319, refere-se designadamente à expressão “*gehören*” do §43, numa argumentação que é próxima da utilizada na jurisprudência. GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 309, cita os trabalhos preparatórios do §43KO, que alegadamente reconhecem expressamente que certos contratos, designadamente o contrato fiduciário, poderiam justificar a proteção contra medidas de execução. Além disso, GRUNDMANN socorre-se ainda do §51.1InsO, que assegura um direito de separação ao fiduciante nos casos de fidejussão para garantia e que, segundo o autor, deveria ser visto como um *modelo legal das situações que merecem o reconhecimento de um direito de separação* (*id.* p. 311). Por fim, seria também evidência de que uma tal ponderação de interesses se impõe a circunstância de as relações fiduciárias especialmente reguladas na lei consagrarem uma *Vollstreckungsschutz* do fiduciante (cf. GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 312).

³³⁷ Assim, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 287-288 e HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 61.

uma ponderação de interesses, e em lado algum se fundamentaria, sequer, a admissibilidade de uma tal ponderação³³⁸. De qualquer modo, é interessante notar uma conclusão que subjaz à construção deste autor e que — aproximando-o de alguns autores das *construções jusreais*, nomeadamente WIEGAND — aponta para uma inevitável flexibilização da oposição clássica entre direitos reais e direitos de crédito, a que pode surgir associada a necessária prevalência, em alguns contextos, de pretensões puramente obrigacionais sobre direitos oponíveis *erga omnes*³³⁹. Isso mesmo seria imposto pela necessidade hodierna de relativizar a importância da segurança do tráfego jurídico no direito civil e de, simultaneamente, acomodar a tutela de outros interesses emergentes no comércio jurídico³⁴⁰. Em consequência, princípios como o *numerus clausus* e a abstração na transmissão da propriedade teriam forçosamente de perder o estatuto de dogmas absolutos e de ver o seu conteúdo vulnerável à projeção da vontade das partes e da autonomia privada³⁴¹.

Permanecendo fiéis a uma conceção obrigacional da relação fiduciária, surgiram em tempo recentes construções que aceitam a atribuição de certos efeitos jurídicos — oponíveis a terceiros — à *pertença económica* do bem fiduciário ao fiduciante, sem todavia com isso colocar em crise a qualificação obrigacional da posição jurídica em que este fica investido³⁴². Esta corrente doutrinal é, claramente, tributária daquelas posições jurisprudenciais que estão na base do direito fiduciário moderno, cujo eco ainda hoje se faz sentir, e que justificam a tutela do fiduciante justamente na *propriedade económica* sobre o bem fiduciário; rejeita, contudo, a superficialidade destas abordagens jurisprudenciais e a ausência de fundamentação dogmática apta a legitimar a atribuição de efeitos externos a

³³⁸ Ao admitir, como efeito reflexo de um contrato válido contra terceiros, a limitação do acesso a determinados bens num contexto de execução singular ou insolvência, como pretende GRUNDMANN, estar-se-ia a diluir as fronteiras da eficácia externa do contrato enquanto categoria dogmática do direito obrigacional; qualquer disposição teria eficácia negativa face aos seus credores, porque impediria o acesso ao bem objeto dessa disposição, sem que se retirasse qualquer vantagem deste enquadramento. Vai neste sentido a crítica formulada, por exemplo, por HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 60. Em sentido próximo, PICHERER, *Sicherungsinstrumente*, p. 95. GRUNDMANN incorreria numa “*inversão de raciocínio fatal*” (LÖHNIG, *Treuhand*, p. 744), assumindo como pressuposto de uma alegadamente necessária ponderação de interesses algo que ele deveria, em primeira análise, justificar, parecendo ignorar a projeção do §137 na autonomia dos privados para conformarem a sua esfera patrimonial (cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 288-289; LÖHNIG, *Treuhand*, p. 744).

³³⁹ Cf. GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 323, suportando-se em WIEGAND, “Entwicklung”, p. 133 ss.

³⁴⁰ Cf. GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 323.

³⁴¹ Assim, GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 323.

³⁴² Cf., designadamente, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 291; GANTER, *Die Rechtsprechung*, pp. 262 ss.; GAUL, “Neuere Verdinglichungs” pp. 118 ss.; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, pp. 37 ss.; HIRSCHBERGER, *Doppeltruhand*, pp. 52 ss. e 57ss.; PICHERER, *Sicherungsinstrumente*, pp. 93 ss.; SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, pp. 121 ss.; WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, pp. 56 ss.

uma especial afetação patrimonial³⁴³. Por seu turno, de acordo com este entendimento, aquelas construções que se baseiam numa perspectiva real falhariam na construção de um modelo dogmático consistente com o sistema de direito privado e com postulados centrais da ciência jurídica³⁴⁴. Com base nessas premissas, estes autores esforçam-se por demonstrar a admissibilidade de — lançando mão de todos os instrumentos jurídicos disponíveis, metodológicos e de direito positivo — justificadamente atribuir a pretensões que, na sua essência, são puramente pessoais, certos efeitos característicos de um direito real³⁴⁵. Subjacente a esta linha argumentativa — e, em particular, à ideia de que uma pretensão puramente obrigacional poderia, sem perder essa sua qualificação, fundamentar um direito de separação do *Treugeber* — residem duas asserções: de um lado, a aceitação da fluidez das fronteiras que separam direitos reais e direitos de crédito; de outro, a rejeição da ideia de que o âmbito de responsabilidade patrimonial coincide necessariamente com a esfera de propriedade do devedor, distinguindo-se entre *Vermögenszugehörigkeit* e *Rechtszuständigkeit*³⁴⁶.

Porque não seria possível simplesmente eliminar o efeito da posição jurídica real do fiduciário, valorizando exclusivamente a afetação económica do *Treugut* ao fiduciante³⁴⁷, a este resultado se chegaria a partir de uma interpretação *histórica* mas acima de tudo *teleológica* de determinadas normas positivadas, designadamente aquelas que delimitam o património do devedor em situação de insolvência e de execução singular³⁴⁸. Corretamente

³⁴³ HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 51, que entende que “avaliações económicas podem ser apropriadas para preencher margens de avaliação legal, mas não podem justificar, só por si, qualquer solução *contra legem*”.

³⁴⁴ Assim, por exemplo, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 264 ss.; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 49.

³⁴⁵ BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 291; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 53; ROSENBERG/GAUL/SCHILKEN, *Zwangsvollstreckung*, p. 667; SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 121; SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 167 ss.; STEIN/JONAS, *ZPO §771*, pp. 657-658; WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 56.

³⁴⁶ Esta ideia é particularmente clara em WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, pp. 52 ss., que considera que a titularidade jurídica de um direito constitui apenas uma *presunção* da pertinência patrimonial daquele mesmo direito ao devedor, que poderia ser afastada em função da particular conformação dos interesses patrimoniais concretizada pelas partes de um dado arranjo contratual (*id.*, p. 57).

³⁴⁷ Cf. HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 52. Rejeitando uma perspectiva económica como fundamento único do reconhecimento da *Drittwiderspruchsklage* e do *Aussonderungsrecht*, GAUL, “Neuere ‘Verdinglichungs’”, p. 119; PAULUS, “Behelfe”, p. 173; ROSENBERG/GAUL/SCHILKEN, *Zwangsvollstreckung*, p. 667; STEIN/JONAS, *ZPO §771*, p. 657; WIELING, *Sachenrecht*, pp. 259 ss.

³⁴⁸ Como nota a generalidade da doutrina, estas disposições legais não se referem, diretamente, a uma titularidade económica; tal conduziria a uma intolerável incerteza jurídica. À luz de uma correta consideração dos objetivos normativos subjacentes à disciplina daquelas normas, porém, a prevalência de uma perspectiva puramente formal — fundada *maxime* na titularidade do direito de propriedade — poderia, para estes autores, ser afastada, em benefício de uma perspectiva que considerasse a afetação económica do bem em questão. Nestes termos, por exemplo, HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 52, e WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 56.

interpretados e considerados os objetivos normativos, impor-se-ia uma equiparação da posição em que se encontrava o fiduciante àquela de um titular de um direito real³⁴⁹; a *ratio* daquelas normas, que visam permitir a exclusão do objeto dos processos os bens que não integram o património do devedor, imporiria portanto a prevalência de um critério de *pertinência económica* sobre a mera titularidade jurídico-formal³⁵⁰ e permitiria retirar o bem fiduciário do património executável do fiduciário³⁵¹. Isto porque, da cisão entre *titularidade* e *interesse*, marca essencial da *Treuhand*, emergiria uma pretensão (obrigacional) de *reivindicação* que, em termos substanciais, colocaria o *Treugeber* numa posição idêntica à de um proprietário, merecedora de tutela reforçada³⁵². O seu direito de crédito à (re)aquisição do bem fiduciário no final da relação fiduciária apresentar-se-ia, de um prisma material e funcional, idêntico a um direito de propriedade³⁵³.

VII. Associada a estas posições surge a hipótese, que merece também referência, de aplicação analógica do §392.2HGB a todo o tipo de relações fiduciárias emergentes de

³⁴⁹ Subjacente está o entendimento segundo o qual o critério formal — exclusivamente fundado em razões de segurança jurídica — de delimitação dos tipos de direitos merecedores de tutela na execução e insolvência, fundado na natureza real ou creditícia, seria demasiado restritivo (cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 53).

³⁵⁰ Para SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 138, por exemplo, a escolha no §43 KO da expressão “*separação*”, e não *reivindicação*, é deliberada, mostrando que não apenas direitos reais, mas também direitos obrigacionais podem beneficiar desta proteção.

³⁵¹ Cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 52: a tutela do fiduciante, na insolvência e na execução singular, justificar-se-ia a partir de uma analogia legal, assente no paralelismo de interesses entre a posição do fiduciante e a posição de um titular de um direito real (*id.*, 52-53).

³⁵² Cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 264, para quem, de um prisma económico, ou patrimonial, a posição jurídica do fiduciante seria, não obstante a titularidade de uma pretensão obrigacional perante o fiduciário, precisamente idêntica à de um titular de um direito real; não haveria, no fundo, uma efetiva *transmissão de valor* (*Wertumsatzes*) — cf. PAULUS, “*Behelfe*”, p. 174; WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, pp. 128 ss. —, o bem fiduciário seria alocado exclusivamente ao património do fiduciante — SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, pp. 121 ss., também PICHERER, *Sicherungsinstrumente*, p. 105, e antes SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 164 —, correndo por conta deste o risco de perda daquele acervo fiduciário (cf., de novo, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 324).

³⁵³ Não seria novidade, de resto, o reconhecimento a pretensões obrigacionais da aptidão para legitimar o recurso aos §§771 ZPO e 43 InsO; tal sucederia quando a relação obrigacional conduzisse a uma efetiva pertença económica do bem ao património do respetivo credor e justificasse a sua equiparação (ficcional) à posição de um titular de um direito real — cf. BAUMBACH/LAUTERBACH/ALBERS/HARTMANN, *Zivilprozessordnung §771*, p. 2155; *Münchener Kommentar ZPO §771* (GANTER), p. 1216; STEIN/JONAS, *ZPO §771*, pp. 66 ss. Em causa estava a distinção entre as *Verschaffungsansprüche* e as *Herausgabesansprüche*: estas últimas, fruto da particular alocação do risco, mereceriam no direito alemão, ao contrário das primeiras, tutela num contexto de insolvência do respetivo devedor (assim, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 262; GANTER, *Die Rechtsprechung*, pp. 262 ss.).

negócio jurídico³⁵⁴. Este preceito, que integra o regime do contrato de comissão³⁵⁵, começa por determinar que os créditos emergentes de negócios celebrados pelo comissário podem apenas ser exigidos pelo comitente se lhe forem previamente transmitidos³⁵⁶; isto para depois, no aludido n.º 2, se esclarecer que, mesmo em momento anterior a essa transmissão, tais direitos de crédito devem, nas relações entre comissário e os seus credores, ser tidos como pertencendo ao comitente³⁵⁷. Em síntese, é reconhecida a titularidade do comissário/fiduciário³⁵⁸ sobre os direitos de crédito adquiridos em execução do mandato comercial, relativamente aos quais não compete ao fiduciante mais do que uma pretensão obrigacional à respetiva transmissão. Mas, reconhecendo também a afetação económica daqueles créditos ao património do comitente/fiduciante, a lei rejeita que aqueles bens, nas relações com terceiros, sejam equiparados ao restante património do comissário/fiduciário, impedindo a sua recondução à garantia geral deste³⁵⁹.

A discussão na literatura em torno do alcance normativo deste regime é vastíssima, e não podem com ela ser, por ora, gastas mais do que algumas linhas. Aos defensores de um alargamento, por via analógica, do campo de aplicação do §392.2 HGB³⁶⁰ são usualmente opostas duas dificuldades, nem sempre simultâneas. De um lado, diz-se que aquela norma se

³⁵⁴ Fundadora deste entendimento que advoga o recurso ao regime da comissão foi a construção de SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, pp. 77 ss.; na literatura mais atual, ele é seguido, por exemplo, por BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 189 e pp. 248 ss.; BÖHM, *Auslegung*, pp. 68 ss.; DRESSLER, *Anwendung*, pp. 130 ss.; MARTINEK, *Geschäftsbesordnungsrecht*, p. 381 e STAUDINGER/MARTINEK, prenot. §662, p. 156; SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, pp. 129 ss.; 248 ss., SCHWARK, "Rechtsprobleme", p. 781; e TEBBEN, *Unterbeteiligung*, p. 114.

³⁵⁵ Cf. §§383 ss. HGB.

³⁵⁶ (1) *Os créditos resultantes de negócio concluído pelo comissário podem ser exercidos pelo comitente apenas depois de transmissão*; [no original] (1) *Forderungen aus einem Geschäft, das der Kommissionär abgeschlossen hat, kann der Kommittent dem Schuldner gegenüber erst nach der Abtretung geltend machen*.

³⁵⁷ (2) *Porém, tais créditos devem, mesmo se ainda não transmitidos, ser considerados como créditos do comitente na relação entre o comitente e o comissário ou os seus credores*. [no original] (2) *Jedoch gelten solche Forderungen, auch wenn sie nicht abgetreten sind, im Verhältnis zwischen dem Kommittenten und dem Kommissionär oder dessen Gläubigern als Forderungen des Kommittenten*.

³⁵⁸ Sobre a comissão enquanto relação fiduciária, por todos, CANARIS, *Handelsrecht*, pp. 453 ss.; SCHMIDT, *Handelsrecht*, pp. 855 ss. e STAUB/KOLLER, *Handelsgesetzbuch* §§383-424, pp. 1 ss.

³⁵⁹ Alguns autores encontram aqui um exemplo de reconhecimento positivo da distinção, que revestiria alcance normativo, entre as categorias da titularidade jurídica (*Rechtszuständigkeit*) e da pertença ao património (*Vermögenszugehörigkeit*) e, nessa medida, o fundamento de direito positivo para sustentar uma interpretação e aplicação das normas legais delimitadoras do *património executável* que tenham em conta (também) a *pertença económica* dos bens em causa; assim, por exemplo, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 262.

³⁶⁰ Por exemplo, CANARIS, *Handelsrecht*, pp. 473 ss.; GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, pp. 416 ss.; *Münchener Kommentar ZPO* §771 (GANTER), p. 1236; STAUB/KOLLER, *Handelsgesetzbuch* §§383-424, pp. 152-154, que limitam esta extensão analógica aos bens adquiridos pelo comitente; e SCHMIDT, *Handelsrecht*, pp. 897 ss. — no que é seguido por exemplo por MARTINEK, "Geschäftsbesordnungsrecht", pp. 364 ss.; e SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 127 —, que entende que o princípio subjacente a esta norma corresponde a um comando de equidade de vigência geral, passível de aplicação analógica fora de um quadro de *atuação do comerciante*, ou seja, na generalidade das situações fiduciárias do direito civil.

refere exclusivamente a direitos de crédito, excluindo — alegadamente de forma propositada — a tutela do comitente a respeito de outros tipos de direitos, designadamente sobre bens móveis³⁶¹. De outro, é invocada a natureza *juscomercial* deste regime, que encontraria (pelo menos) parte dos seus fundamentos na circunstância de o comitente atuar como *comerciante*, o que impediria a sua extensão para as relações fiduciárias puramente civis; a norma seria concebida como excecional, insuscetível de aplicação analógica³⁶². A resposta a estas críticas não é, também ela, uniforme. Para alguns autores, precisamente porque o fundamento da norma reside na profissão do comissário, e portanto na cognoscibilidade (*Erkennbarkeit*) da sua atuação por conta de outrem, não se justificaria a limitação do seu âmbito de aplicação a direitos de crédito, devendo o comitente/fiduciante ser tutelado também quando em causa estivessem outros bens. Já fora de uma atuação comercial, contudo, não se encontrariam razões para uma aplicação analógica daquela norma³⁶³. Outros rejeitam que a *aparência* constitua o fundamento desta disciplina especial, encontrando-o, ao invés, numa preocupação de equidade³⁶⁴, relacionada com a particular alocação do benefício económico e do risco subjacente à relação entre comitente e comissário e que seria, de resto, comum a todas relações fiduciárias³⁶⁵. Desta *ratio legis*, e fruto do seu *Modellcharakter*³⁶⁶, emergiria um princípio generalizável a outras formas (análogas) de atuação própria em prossecução de interesse alheio, não limitada à

³⁶¹ Assim, por exemplo, *Münchener Kommentar HGB §392 (HÄUSER)*, 5, p. 211, e SCHLEGELBERGER/HEFERMEHL, *Handelsgesetzbuch*, pp. 116-117. Subjacente a esta posição está o entendimento de um caráter propositadamente excecional desta disposição e, por isso mesmo, a impossibilidade de alargamento do seu âmbito por meio de analogia.

³⁶² STAUDINGER/SCHILKEN, prenot. §§164 ss., pp. 22-23, que se refere a este como o entendimento dominante; SOERGEL/LEPTIEN, prenot. §164, p. 542; *Münchener Kommentar HGB §392 (HÄUSER)*, 5, p. 213; SCHLEGELBERGER/HEFERMEHL, *Handelsgesetzbuch*, pp. 115 ss. Em particular, é invocada a circunstância de, nos trabalhos preparatórios do BGB, ter sido aventada a possibilidade de consagrar uma regra paralela ao §392HGB, possibilidade que havia sido expressamente recusada. Para uma indicação exaustiva da doutrina que se opôs a uma tal aplicação analógica, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 195, nota 35, e p. 196, notas 38 e 39.

³⁶³ Assim, CANARIS, “Verdinglichung”, p. 424; GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, pp. 416 ss., GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 37 ss.; STAUB/KOLLER, *Handelsgesetzbuch §§383-424*, pp. 152-154.

³⁶⁴ Este *Biligkeitsprinzip* é densificado por SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, p. 79; o autor rejeita que o fundamento do §392.2HGB se encontre na suposta aparência externa da atuação por conta de outrem por parte do comissário, resultante do caráter profissional de tal atuação. Entende, ao invés, que é a circunstância de se estar perante um modo de titularidade de direitos por conta de um terceiro que justifica aquela disciplina especial. Subjacente a esta disposição estaria uma ideia mais ampla, segundo a qual um objeto patrimonial que se encontre na esfera de um sujeito, mas por conta e no interesse de um terceiro, não deve estar disponível para a satisfação de dívidas a credores pessoais do titular. E esta ideia estaria subjacente não apenas à comissão do HGB, mas a todas as formas de atuação *für fremde Rechnung*, incluindo as puramente civis (*id.*, p. 79).

³⁶⁵ Sintetizando nestes termos o argumento, GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 37.

³⁶⁶ Cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 262, que assinala o caráter *principiológico* desta norma.

titularidade de direitos de crédito³⁶⁷ e extensível, igualmente por analogia, a relações fiduciárias de natureza puramente civil³⁶⁸.

Em suma, estes argumentos e contra-argumentos, bem como significativos problemas metodológicos³⁶⁹, fazem desta uma questão claramente em aberto no ordenamento alemão, manifestando-se a seu respeito posições que simplesmente rejeitam o alargamento do §392.2, que aceitam apenas a sua extensão a outros bens que não créditos detidos pelo comissário, mas também posições que sustentam a aplicação desta disciplina a todos os casos de atuação por conta de outrem. Indiscutível é que a projeção normativa deste preceito será dificilmente explicável se se mantiver uma leitura rígida da dicotomia entre direitos reais e direitos de crédito, ou uma abordagem excessivamente restritiva do postulado da unidade patrimonial do devedor³⁷⁰.

³⁶⁷ Cf. SCHMIDT, *Handelsrecht*, pp. 897 ss, em especial p. 903.

³⁶⁸ Por exemplo, HAGER, “Prinzipien”, p. 250; SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, pp. 79 ss.; SCHWARK, “Rechtsprobleme”, p. 781.

³⁶⁹ Amplamente debatido na doutrina é se a ausência de uma norma de cariz geral, paralela ao §392.2HGB, ou mesmo a circunstância de esta norma se referir a créditos e não a outro tipo de direitos patrimoniais, constituirá uma verdadeira lacuna, passível de integração por analogia; só nesse caso, como se sabe, e portanto não quando em causa está um *silêncio eloquente* da lei (cf. LARENZ, *Metodologia*, p. 448), porque propositado, a extensão, por via analógica, da disciplina daquela previsão normativa não constituiria um desenvolvimento do direito *contra legem*. A consideração do elemento histórico, em particular quer os trabalhos preparatórios do §392HGB, quer os da *2.BGB Kommission*, no âmbito dos quais o alargamento do âmbito desta disposição é debatido, conduziu alguns autores a concluir pela impossibilidade de qualificar esta como uma lacuna não intencional (*Planwidrige Gesetzeslücke* — GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 37-38; BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 250-251), i.e., aquele tipo de lacuna que, porque não resulta de uma decisão consciente do legislador de não regular determinado caso, mas tão só da sua incapacidade de regular todas as hipóteses possíveis ou relevantes (BYDLINSKI, *Methodenlehre*, p. 475), é suscetível de ser *corrigida* por meio de um desenvolvimento do direito *praeter legem* (LARENZ, *Metodologia*, pp. 452 ss.). Isso mesmo levou a que, neste domínio, fossem exploradas as vias excepcionais, aceites pela literatura jusmetodológica, de integração de *lacunas intencionais*. Exemplo disso foi o recurso à ideia de *lacunas subsequentes*, em particular resultante de alteração da situação normativa (cf. LARENZ, *Metodologia*, pp. 459 ss.). MICHEL, *Überschießende Rechtsmacht*, pp. 206 ss., encontra o fundamento de uma tal lacuna na evolução de um direito preocupado essencialmente com a segurança do tráfego, para um direito cada vez mais centrado — depois de assegurado o objetivo essencial da certeza jurídica — na proteção do indivíduo e de situações individuais (*id.*, p. 212). Essa evolução, que seria bem exemplificada pelo progressivo esbatimento de princípios essenciais do direito alemão, como o princípio da abstração (*id.*, pp. 80 ss.) e o princípio da não-acessoriedade (*id.*, pp. 104 ss.), deixara a descoberto a regulação da posição do fiduciante, que assim constituiria uma lacuna subsequente. Outra percursora ensaiada foi o de apontar contradições e erros na decisão do legislador histórico de não ampliar o âmbito do §392.2HGB, o que lhe retiraria caráter vinculativo e abriria espaço à identificação de uma lacuna ainda passível de integração por analogia (cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 255 ss.).

³⁷⁰ Tudo o que até aqui se disse assenta no pressuposto de que o negócio fiduciário não contempla um qualquer elemento estrutural que reforce a posição jurídica do fiduciante; pensa-se, designadamente, na estipulação de condição resolutiva (à luz do §158.2 BGB — cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 70), cujo preenchimento espolietaria a transmissão dos bens para o património do fiduciante (ou de terceiro). Como se já notou, esta construção teve como contributo fundador o escrito de SCHULTZE, “*Treuhänder*”, no qual o autor responde afirmativamente à questão de saber se o sistema do BGB, e em particular a dogmática dos direitos reais nele imbuída, permitiriam uma transmissão do bem fiduciário condicionada, que determinaria a (re)transmissão automática para o fiduciante em caso de morte do fiduciário, impossibilidade do objeto da

VIII. Terminado este percurso, interessa voltar a uma questão que foi atrás enunciada e que se prende com a projeção do *Unmittelbarkeitsprinzip* e a dele decorrente limitação da tutela do fiduciante aos casos em que o bem fiduciário é transmitido diretamente do *Treugeber* para o *Treuhänder*. Do lado da jurisprudência, quem mais contribuiu para a consolidação desta coordenada³⁷¹, os desenvolvimentos recentes não são

relação fiduciária ou uso do bem fiduciário — designadamente a sua alienação a terceiros — para fins diversos do estipulado no acordo fiduciário (*id.*, p. 20). Após alguma resistência, fundada numa alegada incompatibilidade entre a eficácia real de uma tal condição resolutiva e o §137BGB (ver referências em SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 217 ss.), a posição maioritária (ERMAN, *BGB §137 (PALM)*, p. 389), incluindo na jurisprudência (cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 468), admite hoje a validade e eficácia *erga omnes* de tais estipulações contratuais — cf. ASMUS, *Dogmengeschichtlichen*, pp. 61 ss.; BAMBERGER/ROTH, *BGB I*, p. 509; BEUTHIEN, “*Treuhand*”, p. 62; CANARIS, “*Verdinglichung*”, p. 419, e *Bankvertragsrecht*, p. 172; COING, *Treuhand*, pp. 163 ss.; GAUL, “*Neuere “Verdinglichungs”*”, pp. 144 ss.; HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, pp. 69 ss.; LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, pp. 26 ss.; *Münchener Kommentar BGB (ARMBÜSTER)*, §137, 1, p. 1637; SOERGEL/HEFERMEHL, §137, p. 236; STAUDINGER/KHOLER, §137, parágrafos 30 ss. Em síntese, entendeu-se que o efeito da estipulação de uma condição resolutiva num negócio transmissivo de direitos não implica a qualificação de um tal direito como inalienável, no fundo aquilo que o §137 visaria impedir (assim, SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 217; SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, p. 71). Contra, por considerar contrário ao princípio do *numerus clausus*, e suscetível de colocar em crise os objetivos normativos do §137, SCHLOSSER, “*Außenwirkungen*”, pp. 682 ss. Consequência desta sujeição da transmissão do *Treugut* a uma tal condição, o fiduciante tornar-se-ia titular de uma expectativa de aquisição (*Anwartschaftsrecht*) que, em caso de verificação do facto condicionante, assumiria as vestes de um efetivo direito real, oponível ao adquirente de direitos incompatíveis com o seu (cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 70; REINHARDT/ERLINGHAGEN, “*Rechtsgeschäftliche Treuhand*”, p. 46). Verificado esse evento, a proteção do fiduciante concretizar-se-ia na reconstituição da situação prévia, mediante uma transmissão automática para o seu património — sem necessidade, portanto, de qualquer ato translativo adicional por parte do fiduciário (cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 50 e pp. 69 ss.; LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, p. 157; GERNHUBER, “*Treuhand*”, p. 363. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, pp. 69 ss.). De acordo com este entendimento, e apesar da tensão latente com o §137BGB, o BGB não exprimiria qualquer proibição genérica contra transmissões condicionadas de direitos. O §925.2, que proíbe a transmissão condicionada de imóveis, seria a confirmação disso mesmo, uma vez que o legislador teria sentido a necessidade de regular expressamente a matéria, certamente por não a considerar abarcada pela proibição genérica do §137 BGB. Fora desse caso, seriam válidas e eficazes perante terceiros as condições resolutivas estipulados em negócios transmissivos de direitos (HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 69). Já SCHULTZE, “*Treuhänder*”, p. 21, considerara que o reconhecimento de eficácia ao mecanismo da condição resolutiva não repugnaria ao sistema, que conhecia exemplos de propriedade resolúvel, pelo que aceita como princípio geral a admissibilidade de aposição de condições (e termos) em todos os negócios transmissivos de direitos, estipulações estas suscetíveis de produzir efeitos reais — determinando a reconstituição da situação anterior ao facto transmissivo — e de ser, assim, oponíveis a terceiros. Este entendimento foi depois aceite, entre outros, por SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, p. 74, e SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 217 ss. É porém também reconhecido que a estipulação de uma tal condição resolutiva não resulta, implícita ou tacitamente, de uma transmissão fiduciária de bens; tal exigiria, ao invés, um acordo expresso (cf. KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 126; SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, p. 72), não sendo por isso mesmo possível simplesmente assumir — ou presumir — que uma transmissão com escopo fiduciário implica, igualmente, o condicionamento do direito adquirido pelo fiduciário (parece ser essa a asserção de REINHARDT/ERLINGHAGEN, “*Rechtsgeschäftliche Treuhand*”, p. 46). Por essa razão, esta construção mereceu uma muito limitada aplicação na *praxis* jurídica (cf. SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, p. 74; SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 223 ss.; KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 126). Isto porque a sujeição a condição resolutiva dos negócios transmissivos subjacentes às relações fiduciárias implicaria um grau de incerteza incompatível com as necessidades do tráfego, sendo por isso esta solução pouco corrente na prática dos negócios (cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 70).

³⁷¹ GRUNDMANN, “*Trust and Treuhand*”, p. 408, com indicação jurisprudencial.

totalmente esclarecedores³⁷². Isso mesmo é notado pela maioria dos comentadores: uns assinalam a ampliação das situações que, não concretizando embora uma transmissão imediata do fiduciante para o fiduciário, merecem tutela por parte da jurisprudência³⁷³; outros vão mais longe e assinalam uma anunciada intenção dos tribunais de simplesmente abandonar a aplicação deste critério de delimitação³⁷⁴. Evidente é, ainda assim, uma preocupação em limitar, pelo menos nalguns casos, o efeito restritivo do recurso ao princípio da imediação, que ia sendo reconhecido pelos próprios tribunais³⁷⁵. A partir da segunda metade do séc. XX, este postulado da *imediação* passou a merecer uma leitura mais folgada, particularmente no domínio das contas bancárias mantidas em regime fiduciário³⁷⁶. Nestes casos, os tribunais entendem que a função de publicidade atribuída ao princípio da imediação seria substituída pela natureza particular da *Treuhandkonto*, que por si só asseguraria um grau adequado de cognoscibilidade da atuação por conta de outrem do seu titular³⁷⁷. Sem prejuízo desta evolução, a projeção normativa do princípio é ainda bem patente, restringindo de forma significativa a tutela do fiduciante³⁷⁸. Na literatura jurídica,

³⁷² SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 58, considera — suportada num significativo número de decisões — que a evolução recente da jurisprudência não se limitou à consagração de exceções à aplicação do princípio da imediação, assim reduzindo o seu campo de aplicação, mas chega mesmo a colocar em crise a própria aplicação do princípio. GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 28, em sentido contrário, invoca um conjunto de decisões posteriores a 2000, nas quais os tribunais decidiram com base no *Unmittelbarkeitsprinzip*, para afirmar que a jurisprudência não terá ainda, e apesar da ampla rejeição doutrinal, abdicado daquele princípio enquanto critério delimitador da *echte Treuhand*, aceitando apenas algumas exceções limitadas.

³⁷³ Veja-se a análise cuidada e bem documentada da mais recente jurisprudência do BGH realizada por BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 59 ss.

³⁷⁴ SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 51 e p. 58, que cita em particular uma decisão do BGH, de 1970 (BGH NJW 1971, 560), como exemplo de uma inversão a respeito do recurso ao princípio da imediação enquanto critério tipificante da *Treuhand*.

³⁷⁵ Por exemplo, GANTER, *Die Rechtsprechung*, pp. 255 ss.

³⁷⁶ As chamadas *Treuhandkontos*, abertas em nome do banco mas por conta e no interesse de um cliente-fiduciante; bem como as *Anderkonto*, contas bancárias especiais, abertas exclusivamente por profissionais de determinadas áreas (advogados, notários, contabilistas) também no interesse de clientes seus (cf. CANARIS, *Bankvertragsrecht*, pp. 288 ss.). São contas que, apesar de formalmente abertas em nome do fiduciário, o são com o objetivo exclusivo de administrar fiduciariamente os valores nelas depositados, pelo que é respeitado um estrito princípio de segregação relativamente ao restante património do fiduciário (cf. EINSELE, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, p. 45 e pp. 55 ss.). Nestas contas, vai na verdade sendo assegurada a tutela do fiduciante independentemente da proveniência dos fundos, que poderiam por isso ser transferidos para aquela *Treuhandkonto* diretamente pelo fiduciante, mas também pelo próprio fiduciário, ou mesmo por terceiro — Cf. EINSELE, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, pp. 55 ss., e, para contas fiduciárias de custódia de valores mobiliários, p. 437; no mesmo sentido, GANTER, *Die Rechtsprechung*, pp. 255 ss., e SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 55.

³⁷⁷ Validando este entendimento, e rejeitando o princípio da imediação enquanto pressuposto de uma *dinglich wirksamen Treuhand*, cf. LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 846. Além destes casos, o princípio da imediação não impedia também a jurisprudência de considerar como bens fiduciários os pagamentos feitos por terceiros de créditos cedidos em garantia — cf. GERNHUBER, “Treuhand”, p. 361; REINHARDT/ERLINGHAGEN, “Rechtsgeschäftliche Treuhand”, p. 47; SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 51.

³⁷⁸ Por exemplo, nos casos da chamada *Vereinbarungstreuhand* — que não é precedida de qualquer negócio transmissivo, mas assenta unicamente no compromisso do *Treuhänder* de administrar determinado

podendo ainda ser encontradas algumas vozes que suportam a sua aplicação como pressuposto genérico de tutela do fiduciante³⁷⁹, a situação atual é de ampla rejeição do princípio da imediação enquanto critério de qualificação do negócio fiduciário³⁸⁰ e, por conseguinte, enquanto pressuposto do reconhecimento de *externalidades* da relação fiduciária³⁸¹. Esta rejeição generalizada, mesmo partindo de uma base comum, segue

patrimônio, que já lhe pertence, no interesse do *Treugeber* —, a jurisprudência recusa. mesmo nas *Treuhandkonto*, o reconhecimento do direito de separação (cf. GANTER, *Die Rechtsprechung*, p. 259).

³⁷⁹ Que, no entanto, remontam quase todas à primeira metade do século XX. Assim, SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 193 ss., que assenta a sua argumentação na necessidade de garantir uma diferença de regime entre a *Treuhand* e a *indirekten Stellvertretung* (id., p. 193), mas também na ideia de que uma tal limitação se impunha por razões de segurança do tráfego, uma vez que o princípio da imediação asseguraria um mínimo de publicidade à relação fiduciária (id., p. 194). Argumentam também com base na segurança jurídica alegadamente conferida pela limitação da tutela do fiduciante aos casos de transmissão imediata, BAUMBACH/LAUTERBACH/ALBERS/HARTMANN, *Zivilprozessordnung* §771, p. 2151; HAEMMERLE, “Regelung des Treuhändverhältnisses”, p. 669; HUBER, “Rechtstellung”, pp. 416 ss.; RADCKE, *Unmittelbarkeitsproblem*, p. 43; SCHULER, “Treuhand”, p. 52; e WECKERLE, *Verwaltungstreuhand*, pp. 42 ss., que justifica o recurso ao *Unmittelbarkeitsprinzip* por este atribuir ao fiduciante a qualidade de possuidor mediato — o que não sucederia nos casos de aquisição do bem fiduciário a terceiro, pois nestes casos o *Treugut* nunca teria passado pela esfera do fiduciante (id., p. 42) — isso justificaria a tutela reconhecida num contexto de insolvência do fiduciário (id., p. 45). Pressuposto desta construção, como nota SCHARRENBARGER, *Rechte des Treugebers*, p. 70, é a ideia de que a posse assumiria uma função de alocação patrimonial do objeto da relação fiduciária. Exceção na doutrina mais recente é SERICK, *Eigentumsvorbehalt*, pp. 83 ss., cujo trabalho se centra na fidúcia com fins de garantia, e que acentua o caráter excecional das externalidades reconhecidas à relação fiduciária, pelo que a tutela face a terceiros de um direito puramente obrigacional se poderia apenas justificar nos casos de imediação.

³⁸⁰ Cf., por exemplo, COING, *Treuhand*, pp. 169 ss. Ver também BEUTHIEN, “Treuhand”, p. 70; NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 97. KÖTZ, *Trust und Treuhand*, pp. 134-145, por seu turno, acentua o critério temporal como fator distintivo entre a fidúcia e a representação sem poderes: a primeira, muito mais do que a segunda, consubstanciaria uma relação obrigacional duradoura, caracterizada pela atribuição ao fiduciário, durante todo esse tempo, de um direito pleno sobre o bem fiduciário. Ao invés, a representação sem poderes pressuporia apenas a aquisição de um direito pelo representante, com o propósito único de o transmitir para o representado. A *mittelbare Stellvertretung* não pressuporia, portanto, um elemento de administração, uma vez que o representante atuava como mero *Durchgangserwerber* (id., p. 135). Assim distinguidas as duas figuras, tornava-se desnecessário o recurso ao princípio da imediação. WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 135, parece igualmente acentuar esta perspetiva temporal.

³⁸¹ Na doutrina da primeira metade do século XX, assumiram-se contra o princípio da imediação SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, pp. 42 ss. e p. 80, que aponta a tutela reconhecida ao comitente face aos credores pessoais do comissário, que não depende, por definição, de uma transmissão prévia do fiduciante para o fiduciário (§392HGB), como demonstração do caráter inadequado de uma limitação aos casos de imediação, argumentação que é retomada também em ASSFALG, *Behandlung*, pp. 159 ss. (em particular sobre o §392HGB, pp. 171 ss.) e *Wirtschaftliches Eigentum*, pp. 1585 ss.; e COING, *Treuhand*, pp. 176 ss. Para CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 175, o princípio da imediação não constitui o critério (principal) de delimitação da verdadeira fidúcia, e portanto pressuposto da *Verdinglichung* da posição jurídica (obrigacional) do fiduciante. Ainda, BEUTHIEN, “Treuhand”, p. 68; BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 52 ss.; BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, pp. 247 ss.; GERNHUBER, “Treuhand”, p. 361; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 55; KÖTZ, *Trust und Treuhand*, pp. 132 ss. e pp. 342 ss.; KÜMMERLEIN, *Erscheinungsformen*, pp. 137 ss.; LAMMEL, “Haftung”, pp. 8 ss.; LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, pp. 474 ss.; LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 46 ss e pp. 725 ss.; PALANDT/BASSENGE, *BGB*, p. 1371; PICHERER, *Sicherungsinstrumente*, pp. 119 ss.; RAISER, “Funktionsteilung”, p. 172; REINHARDT/ERLINGHAGEN, “Rechtsgeschäftliche Treuhand”, p. 48; SCHARRENBARGER, *Rechte des Treugebers*, pp. 151 ss.; K. SCHMIDT, “Treuhandkonto”, pp. 944 ss.; WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, pp. 115 ss.; WIEGAND, “Trau, schau wem”, p. 586.

caminhos e encontra fundamentações diferentes, justificadas pelos distintos modelos preconizados para a justificação da proteção do fiduciante³⁸².

De forma transversal, a doutrina assinala que o *Unmittelbarkeitsprinzip* constitui um elemento *estranho ao sistema* (*Systemfremd*)³⁸³: no BGB, a produção de efeitos reais, ou em termos mais amplos, o reconhecimento de *externalidades* a determinados direitos, não depende da origem de uma transferência patrimonial³⁸⁴; a proveniência de um direito não é nunca considerada relevante pelo ordenamento para a definição dos efeitos jurídicos que lhe são associados³⁸⁵. É também invocado que em nenhuma das relações fiduciárias objeto de disciplina legal específica o *Unmittelbarkeitsprinzip* constitui critério ou para qualificar a relação em causa, ou para determinar a posição do fiduciante³⁸⁶. Amplamente rejeitada foi igualmente a asserção de que o postulado da *imedição* serviria uma função de aparência, encontrando no princípio da publicidade dos direitos reais o seu fundamento normativo, e constituindo, nessa medida, o garante da segurança do tráfego jurídico³⁸⁷. Num ordenamento jurídico que conhecia figuras como a reserva de propriedade e a alienação em garantia, não dependentes de uma especial forma de publicidade, aquela exigência de imedição seria não apenas pouco útil enquanto garantia da segurança do tráfego³⁸⁸, como, ao excluir aquisições laterais, conduziria a soluções arbitrárias³⁸⁹, não oferecendo solução

³⁸² GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 30.

³⁸³ Cf. CANARIS, “Verdinglichung”, p. 411-413, para quem este critério deveria ser abandonado porque “a coisificação (parcial) de uma posição jurídica obrigacional de modo algum deve exigir requisitos mais severos do que o surgimento de um verdadeiro direito real”. THOMAS, “Begründung”, p. 1705, por seu turno, sustenta que a ideia de *Unmittelbarkeit* encontraria o seu fundamento na história do instituto — uma vez que, já na tradição do direito romano, o negócio fiduciário envolvia uma transmissão direta do fiduciante para o fiduciário —, e não num qualquer fundamento dogmático. Assim sendo, não seria imperativo o recurso a este postulado para operar a distinção — que para o autor era necessária — entre o negócio fiduciário e outras formas de atuação por conta de outrem. Essa distinção deveria antes fundar-se noutros critérios, como a *aparência* da relação fiduciária e a determinabilidade do património que dela é objeto (*id.*, p. 1708).

³⁸⁴ HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 54. COING, *Treuhand*, p. 178, recorre também a uma argumentação de índole histórica, demonstrando que no desenvolvimento do direito falimentar não releva o modo de aquisição de direitos, mas tão só a sua causa e natureza.

³⁸⁵ Cf. SOERGEL/LEPTIEN, *prenot. §164*, p. 551.

³⁸⁶ Especificamente, em caso algum a oponibilidade externa da posição do fiduciante está sujeita a uma transferência *imediata* do *Treugut* para o fiduciário: assim sucederia nos 392.2HBG/§6KAGG/§42.1 DepotG — CANARIS, “Verdinglichung”, p. 411, HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 54; LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, p. 474; WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 146.

³⁸⁷ Cf. BEUTHIEN, “Treuhand”, p. 69; COING, *Treuhand*, p. 179; REINHARDT/ERLINGHAGEN, “Rechtsgeschäftliche Treuhand”, pp. 48-49. No mesmo sentido, também KÖTZ, *Trust und Treuhand*, pp. 133-134, rejeita a aptidão de uma transmissão direta do bem fiduciário entre *Treugeber* e *Treuhänder* para assegurar a publicidade da relação fiduciária.

³⁸⁸ Cf. COING, *Treuhand*, p. 179. Além disso, a tutela dos credores estaria sempre assegurada pelo funcionamento dos mecanismos de reação contra disposições fraudulentas.

³⁸⁹ Assim, *Münchener Kommentar §771/GANTER*, p. 357.

para algumas das mais relevantes manifestações do fenómeno fiduciário — por exemplo envolvendo a gestão de patrimónios mobiliários³⁹⁰.

Em certa medida, a rejeição do princípio da imediação parece ainda assentar em fundamentos de equidade³⁹¹, que tornariam injustificado qualquer enriquecimento por credores do fiduciário à custa do *Treugut*, tenha ou não este sido adquirido diretamente pelo fiduciário ao fiduciante³⁹². A imputação do património fiduciário à esfera do fiduciante resultaria, exclusivamente, dos efeitos do *Treuhandabrede* e não de uma especial morfologia do modo de aquisição daquela *esfera de poder fiduciário*³⁹³. Principalmente entre os defensores da tese da *coisificação parcial* da posição jurídica do fiduciante, a rejeição do *Unmittelbarkeitsprinzip* surge associada à afirmação, enquanto critério alternativo delimitador da *Treuhand*, dos princípios da publicidade (*Publizitätsprinzip*) e da aparência (*Offendukeitsprinzip*)³⁹⁴. Para CANARIS, por exemplo, as funções relacionadas com a segurança jurídica usualmente atribuídas ao *Unmittelbarkeitsprinzip*³⁹⁵ deveriam, ao invés,

³⁹⁰ Isto porque, como nota COING, *Treuhand*, p. 178, esta exigência de imediação eleva um pormenor irrelevante — a proveniência do bem fiduciário — ao pressuposto decisivo da tutela do fiduciante.

³⁹¹ Neste sentido, DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 66, nota 337.

³⁹² Cf. COING, *Treuhand*, p. 178. WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, pp. 55 ss. e pp. 127 ss., fala de um *Billigkeitskontrolle*, que impediria o tratamento distinto de duas situações fiduciárias, que concretizem a afetação económica de um determinado bem ao fiduciante, exclusivamente com base na forma de aquisição, pelo fiduciário, da sua esfera de poder. Em sentido próximo, HENSSELER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 54.

³⁹³ Cf. BEUTHIEN, “*Treuhand*”, p. 68. Além disso, esta limitação estaria em contradição com aquele que, historicamente, teria sido o fundamento da proteção do fiduciante: a saber, a pertença económica do bem fiduciário ao *Treugeber* e, portanto, a relevância da invocada *propriedade material* ou *económica* (cf. GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 15). Interessaria apenas a quem pertencia (economicamente) o património fiduciário e não de onde ele era proveniente — cf. BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, p. 271; WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 132. Associada às críticas ao princípio da imediação, surgem igualmente na doutrina vozes que rejeitam a *Surrogationsverbot* invocada pelos tribunais. A ideia é quase sempre a mesma, e parte da qualificação do bem fiduciário enquanto património autónomo: assumido esse pressuposto, é sustentada a valência geral de um princípio de subrogação real genericamente aplicável — assim, ASSFALG, *Behandlung*, p. 180; CANARIS, “*Verdinglichung*”, p. 413; COING, *Treuhand*, p. 94, e “*Rechtsformen*”, p. 116; e KÖTZ, *Trust und Treuhand*, pp. 136 ss. Como fundamento de um tal postulado, são invocados os casos legalmente previstos de patrimónios autónomos, em que é reconhecido o direito de subrogação aos respetivos beneficiários (em particular, §§1219, 1247 e 1287 BGB, em matéria de penhor de créditos; e §§2019, 2041 e 2111BGB relativos ao património especial da massa da herança — cf. COING, *Treuhand*, pp. 170 ss.). Contra este entendimento, alguns autores apontaram a singularidade das regras especiais que, no BGB, preveem a subrogação em patrimónios autónomos, da qual decorreria a impossibilidade de aplicação analógica das mesmas (cf. LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 767 ss., e referências aí contidas). A jurisprudência, apesar das críticas, manteve-se inabalável na afirmação da proibição de subrogação em caso de *substituição* do bem fiduciário.

³⁹⁴ Cf. CANARIS, “*Verdinglichung*”, pp. 412 ss.

³⁹⁵ O recurso ao princípio da imediação serviria o propósito de assegurar um mínimo de segurança jurídica no reconhecimento ao fiduciante de uma posição *reforçada*; ou dito de outra forma, “*o princípio da imediação assumia indiretamente os mesmos objetivos que o princípio da publicidade*” (CANARIS, “*Verdinglichung*”, p. 413), para além de permitir à jurisprudência delimitar a fronteira entre a transmissão fiduciária e a representação sem poderes. Além disso, serviria ainda para trazer para o domínio do jurídico uma discussão que durante muito tempo se havia desenvolvido em torno da alegada *titularidade económica* ou *material* dos bens fiduciários por parte do fiduciante, conceitos que, para o autor, não têm acolhimento legal nem servem o

ser atribuídas a uma exigência de *aparência* ou *publicidade* da relação fiduciária³⁹⁶, que, sendo comum no quadro dogmático dos direitos reais³⁹⁷, seria um *puro critério jurídico*³⁹⁸. Não se estaria, dessa forma, a sujeitar a tutela da posição do fiduciante a um escrutínio mais exigente do que aquele que é aplicado, em geral, na gênese de direitos reais³⁹⁹. Ao mesmo tempo, o recurso a este postulado da aparência permitiria eliminar os severos constrangimentos causados pela exigência de imediação⁴⁰⁰, o que permitia um *desenvolvimento do direito em consideração às necessidades do tráfego jurídico e económico*⁴⁰¹. Em suma, só nestas hipóteses de *relação fiduciária aparente* as preocupações

propósito de assegurar um mínimo de segurança no processo de coisificação da posição jurídica do fiduciante (*Bankvertragsrecht*, p. 175).

³⁹⁶ CANARIS, “Verdinglichung”, p. 412, desvaloriza o argumento segundo o qual institutos como a reserva de propriedade e a cessão em garantia teriam retirado força vinculativa ao princípio da publicidade, invocando, ao invés, que os casos conhecidos de *coisificação* de direitos obrigacionais se fundavam ou no efeito de publicidade conferido pela posse dos bens em questão, ou pela valorização da segurança jurídica conferida pela aparência da situação de fidúcia. Em sentido próximo, pronunciou-se GERNHUBER, “Treuhand”, p. 357 e p. 361, parecendo contudo limitar a cognoscibilidade da relação fiduciária ao terceiro contratante com o fiduciário, e não a um ciclo mais alargado, que incluísse todos os terceiros potencialmente interessados no bem fiduciário. Já BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, p. 248, tal como LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, p. 474, e THOMAS, “Begründung”, pp. 1708 ss., reconhecendo relevância ao princípio da publicidade, e considerando nomeadamente que, nas relações fiduciárias aparentes, a tutela do fiduciante seria automática, não rejeitam essa tutela mesmo para as relações ocultas, parecendo nesses casos recorrer ao requisito da determinabilidade do património fiduciário. LAMMEL, “Haftung”, p. 9, por seu turno, critica o recurso ao princípio da imediação, entendendo que o interesse dos credores do fiduciário seria mais bem prosseguido caso fosse adotado um critério de publicidade ou aparência da relação fiduciária.

³⁹⁷ É na realidade notória a sustentação da posição de CANARIS nos princípios de direitos reais — LÖHNIG, *Treuhand*, p. 731. THOMAS, “Begründung”, p. 1708, sustenta igualmente a substituição do *Unmittelbarkeitsprinzip* pelo princípio da publicidade, conjugado — no seu caso — com o princípio da determinabilidade, duas coordenadas de natureza geral conhecidas no direito alemão.

³⁹⁸ Cf. CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 175.

³⁹⁹ Cf. CANARIS, “Verdinglichung”, p. 413.

⁴⁰⁰ Por exemplo, estariam abrangidos pela proteção conferida pelo §§771ZPO e 43KO as transferências de fundos ordenadas por terceiro para uma *Treuhandkonto* aparente (CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 175); como estariam abrangidos os valores mobiliários que tenham sido adquiridos através desses fundos (CANARIS, “Verdinglichung”, p. 413). Outro exemplo é o produto da venda de valores mobiliários que seja transferido, pelo comprador, para uma *Treuhandkonto* aparente, situação em que o princípio da imediação recusaria a proteção do fiduciante em caso de insolvência do banco.

⁴⁰¹ CANARIS, “Inhaberschafft”, p. 831. Exceto para os bens sujeitos a registo, em particular bens imóveis, relativamente aos quais a aparência da relação fiduciária dependeria da inscrição no registo. (CANARIS, “Verdinglichung”, pp. 415 ss.), a noção de *aparência* da relação fiduciária não é densificada. CANARIS, “Verdinglichung”, p. 416, lembra os casos de posse mediata, em particular no penhor (§§1205 e 1280BGB), como exemplos de publicidade de direitos não fundados na posse. O autor aceita que a aparência pode resultar de inúmeras circunstâncias, como por exemplo o ramo de atividade ou a profissão do fiduciário, sendo em determinados casos exigível aos terceiros (e em particular credores) que saibam que o fiduciário detém determinados valores em seu nome mas por conta e no interesse de terceiros (CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 176). Relevam as circunstâncias do caso concreto, bem como a interpretação da vontade negocial das partes, de acordo com a boa fé e os costumes do tráfego. Uma das áreas em que CANARIS desenvolveu a sua teoria da *Verdinglichung* foi precisamente a do direito bancário, em particular a respeito da titularidade de contas fiduciárias (*Treuhandkontos*). A qualificação destas contas enquanto tal poderia resultar não apenas da sua caracterização formal expressa, mas também de outras circunstâncias (CANARIS, *Bankvertragsrecht*, pp. 167 ss.).

com a segurança do tráfego estariam respeitadas, não sendo terceiros, em particular credores do fiduciário, induzidos em erro a respeito da sua massa de responsabilidade⁴⁰².

A verdade é que este apelo à *aparência* ou *publicidade* da relação fiduciária não mereceu acolhimento significativo, nem na jurisprudência⁴⁰³, nem na literatura jurídica⁴⁰⁴. Foi apontada a erosão significativa da tutela da aparência, em resultado de exceções consagradas na lei, mas também da prática dos negócios⁴⁰⁵, e sublinhado que uma limitação às hipóteses de *fidúcia aparente* colidiria com avaliações típicas do direito falimentar e executivo⁴⁰⁶. Alternativa menos exigente é a substituição do *Unmittelbarkeitsprinzip* pela determinação (*Bestimmtheit*) ou mera determinabilidade (*Bestimmbarkeit*) do bem fiduciário no património do *Treuhänder*⁴⁰⁷. Seria esse o critério essencial para qualificar um

⁴⁰² Cf. CANARIS, “Verdinglichung”, p. 412. Precisamente porque a preocupação com o tráfego é crucial no seu pensamento, CANARIS, assentando a sua teoria da *Verdinglichung* no princípio da aparência, não afasta totalmente o recurso ao princípio da imediação. Porque entende que esta exigência serve, de forma indireta, os mesmos objetivos subjacentes à exigência de publicidade, CANARIS aceita ainda a *coisificação* parcial da posição do fiduciante nos casos de *verdeckte Treuhand*, não quando se verifiquem os requisitos da determinabilidade, quando os bens fiduciários tenham sido diretamente transmitidos pelo *Treugeber* ao *Treuhänder*; isto porque, face à repetida jurisprudência nesse sentido, se teria já criado um direito de fonte consuetudinária (CANARIS, “Verdinglichung”, pp. 417 ss.; *Bankvertragsrecht*, p. 176). Este é, de resto, um dos aspetos que mereceu mais críticas na literatura jurídica, uma vez que CANARIS começa por criticar o recurso ao princípio fiduciário da imediação, qualificando-o como “*estranho ao sistema*”, para depois acabar por permitir o seu *regresso*, naquelas situações em que a relação fiduciária é oculta. Neste sentido, LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 732-733.

⁴⁰³ Cf., por todos, GANTER, “Die Rechtsprechung”, p. 256; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 56.

⁴⁰⁴ Rejeitam a relevância normativa da publicidade enquanto pressuposto do reconhecimento das externalidades ao negócio fiduciário: ASSFALG, *Behandlung*, p. 171; BEUTHIEN, *Treuhand*, pp. 69-70; GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, pp. 315 ss.; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, pp. 57-59; KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 133; LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, pp. 178 ss. e pp. 192 ss.; LÖHNIG, *Treuhand*, p. 733; SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 159; SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, p. 79; SOERGEL/LEPTIEN, prenot. §164, p. 550; WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 53; WIEGAND, “Entwicklung”, pp. 126 ss.

⁴⁰⁵ WIEGAND, “Trau, schau wem”, p. 588, entende que com o princípio da publicidade seriam “defendidas posições que maioritariamente já foram abandonadas” e que “a reserva de propriedade e a cessão em garantia há muito que derrotaram as disposições de publicidade do legislador”. No mesmo sentido, HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 56, que nota que o princípio da publicidade não seria apto enquanto critério de delimitação da proteção do fiduciante nos casos, muito comuns, em que o objeto da relação fiduciária é constituído por créditos ou mesmo por títulos de crédito. Em sentido convergente, também LÖHNIG, *Treuhand*, p. 733 e NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 100.

⁴⁰⁶ HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 57, nota que, nestas ponderações do direito executivo e falimentar, é irrelevante para a tutela da posição dos credores a circunstância de estes conhecerem ou poderem conhecer que determinado objeto faz parte do património do devedor.

⁴⁰⁷ Assim, veja-se ASSFALG, *Behandlung*, p. 170, e “Wirtschaftliches Eigentum”, p. 1585, para quem residiria aqui, e não na imediação, o traço distintivo entre a *Treuhand* e as demais formas de atuação por conta alheia; BEUTHIEN, “Treuhand”, p. 69; COING, *Treuhand*, p. 179, “Bemerkung”, p. 25; “Publizität”, p. 213; EINSELE, “Inhalt”, pp. 1010 ss.; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, pp. 58 ss.; KÜMMERLEIN, *Erscheinungsformen*, p. 137; NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 100; SOERGEL/LEPTIEN, prenot. §164, p. 550; WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, pp. 150 ss. Ainda COING, “Rechtsformen”, pp. 109 e 113, reconhece expressamente a influência do direito anglo-americano na adopção deste critério. É em particular invocado o caso da gestão de patrimónios no direito americano, onde os clientes têm direito de separação na falência do titular fiduciário de valores mobiliários, na medida em que estes se mantenham separados. Também, GRUNDMANN, “Trust and Treuhand”, p. 407, com relevante indicação jurisprudencial.

*Treugut*⁴⁰⁸ e para determinar os casos em que este deve ser protegido da agressão dos credores gerais do *Treuhänder*. A segurança jurídica sairia protegida não em virtude da existência de uma transmissão direta entre fiduciante e fiduciário, mas antes pela possibilidade de reconhecer, objetivamente, o bem fiduciário no patrimônio do *Treuhänder*⁴⁰⁹. Pressuposto seria que o bem fiduciário fosse devidamente descrito e delimitado no *pactum fiduciae*⁴¹⁰, sendo determinável ou *distinguível da restante massa patrimonial* do fiduciário⁴¹¹. Esta seria uma exigência mínima natural⁴¹², em geral exigida para o reconhecimento de um direito de separação⁴¹³.

IX. O amplo reconhecimento de proteção do fiduciante no confronto com credores gerais do fiduciário não encontra já paralelo no tratamento oferecido ao outro problema paradigmático da esfera externa da relação fiduciária, aquele em que o fiduciário aliena (ou onera) o *Treugut* em violação do programa contratual estipulado. Aí, a tutela da posição do fiduciante encontra um alcance muito menor⁴¹⁴: os tribunais reconhecem proteção ao *Treugeber* dentro de fronteiras limitadas, estabelecendo um padrão de comportamento excepcionalmente exigente para cominar a invalidade da transmissão ou oneração do bem fiduciário a terceiro⁴¹⁵. Ao contrário do que sucede com o tema da insolvência do fiduciário,

⁴⁰⁸ COING, *Treuhand*, p. 178. Recorrendo a este critério, o autor conclui, ainda, que ficam solucionadas as preocupações manifestadas pela jurisprudência — e que em certa medida teriam justificado a adoção do critério da imediação — de demarcação da *Treuhand* da figura da representação indireta. Essa demarcação tornava-se, para COING, *Treuhand*, p. 179, perfeitamente possível com recurso ao critério da determinabilidade.

⁴⁰⁹ ASSFALG, *Behandlung*, p. 172. O pressuposto seria uma efetiva segregação, pelo fiduciário, dos bens detidos fiduciariamente, principalmente quando em causa estivessem bens fungíveis, não individualizáveis simplesmente pela sua natureza, como por exemplo dinheiro ou valores mobiliários (SOERTEL/LEPTIEN, *prenot. §164*, p. 550). Para esses casos, o princípio da determinabilidade exigiria, sempre, a existência de uma conta separada, aberta em nome do fiduciário.

⁴¹⁰ Cf. BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, p. 248; LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, p. 474.

⁴¹¹ Cf. COING, *Treuhand*, p. 190.

⁴¹² Assim, HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 58.

⁴¹³ Cf. ASSFALG, *Behandlung*, p. 159. Este recurso ao princípio da determinabilidade, em detrimento designadamente da publicidade, teria mesmo sido reconhecido no §292 InsO, que exige ao fiduciário que mantenha sempre devidamente separados do seu patrimônio pessoal os bens cedidos pelo devedor da insolvência, sendo neste domínio irrelevante a natureza ou qualificação da conta em que os mesmos sejam depositados (HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 59). GANTER, “*Die Rechtsprechung*”, p. 257, nota ainda uma evolução recente da jurisprudência, desenvolvida no âmbito de processos de insolvência, no sentido de consagrar a determinabilidade do bem fiduciário como requisito do *Aussonderungsrecht*.

⁴¹⁴ Cf. GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 44; BLAUROCK, “*Opérations Fiduciaires*”, p. 234.

⁴¹⁵ Assim, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 455 ss., com análise detalhada da jurisprudência do RG e do BGH, de onde resulta uma inequívoca *descontinuidade* entre a tendência de limitação da proteção do fiduciante perante terceiros adquirentes de pretensões incompatíveis sobre o *Treugut*, e as coordenadas que, ao mesmo tempo, aqueles tribunais desenvolveram para tratar o conflito entre fiduciante e credores gerais do fiduciário.

prevalece neste domínio uma interpretação mais formalista e conceptual do que propriamente funcional⁴¹⁶, que é patente mesmo naquelas construções da *Treuhand* que assentam numa explicação de cariz real, e que não estendem as externalidades da relação fiduciária ao confronto com terceiros adquirentes⁴¹⁷. Neste resultado, está implícita a ideia de que o poder de disposição do fiduciário não se encontra intrinsecamente limitado⁴¹⁸, pelo que seriam válidas as transmissões feitas a terceiro, mesmo quando contrárias ao *pactum fiduciae* — cujos efeitos se fariam sentir, neste caso, exclusivamente na dimensão interna da relação fiduciária⁴¹⁹. É crucial, tanto para os tribunais como a doutrina, o alcance normativo do §137 BGB⁴²⁰, que impede a limitação — por meio de negócio jurídico privado⁴²¹ e com efeito real⁴²² — do poder de disposição sobre um bem (coisa ou direito). O vínculo de destinação que grava o bem fiduciário seria afinal insuficiente para limitar, *para fora*, o poder de disposição do fiduciário aos fins da fidúcia⁴²³.

O reconhecimento destes obstáculos, tornados ainda mais conspícuos pelas externalidades reconhecidas na insolvência do *Treuhänder*, faz deste um problema ainda em aberto: é possível identificar posições mais conservadoras, que simplesmente rejeitam o impacto do acordo fiduciário no conteúdo do poder de disposição do fiduciário e, nessa medida, transferem a solução do problema exclusivamente para um escrutínio do

⁴¹⁶ HUBER, “Anmerkung,” p. 791

⁴¹⁷ Alguns autores apontam esta (alegada) contradição como demonstração definitiva da falência das teorias que procuraram explicar com base em efeitos reais ou quase reais a tutela reconhecida ao fiduciante num contexto de insolvência do fiduciário. A incapacidade de estender essa tutela real às situações de *treuwidrigen Verfügungen* demonstraria a falta de suporte dogmático e inconsequência dessas teorias (cf. por exemplo, GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 49; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 66.)

⁴¹⁸ Exemplificativo deste entendimento, por exemplo, LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 846.

⁴¹⁹ Cf. COING, *Treuhand*, pp. 161 ss.; LEHMAN/HÜBNER, *Allgemeiner Teil*, p. 254; SOERGEL/HEFERMEHL, §137, p. 235; SOERGEL/LEPTIEN, prenot. §164, p. 553.

⁴²⁰ Notando ser essa a *âncora* normativa que sustenta o entendimento descrito no texto, rejeitando a limitação do poder do fiduciário, veja-se CANARIS, “Verdinglichung”, pp. 419 ss., e *Bankvertragsrecht*, pp. 272 ss.; ERMAN, *BGB §137 (PALM)*, p. 389; LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 846; na literatura específica do negócio fiduciário, por exemplo, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 455, GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 44; GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 324; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, pp. 66 ss.; SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 419.

⁴²¹ CANARIS, “Verdinglichung”, p. 419.

⁴²² CANARIS, “Inhaberschaft”, p. 831.

⁴²³ COING, *Treuhand*, pp. 161-162. Tratava-se de um limite que, para CANARIS, “Verdinglichung”, pp. 419-420, não deveria ser quebrado em nome do desenvolvimento do direito. Aqui o princípio do *numerus clausus* das situações jurídicas reais surgiria como barreira a este desenvolvimento. Se assim não fosse, sairia frustrada a teleologia daquele §137 BGB, que se materializava na segurança do tráfego jurídico e na (para esse fim necessária) imutabilidade do conteúdo dos direitos reais (cf. BEUTHIEN, “Treuhand”, p. 61; HUBER, “Anmerkung”, p. 792). Referindo-se à posição da jurisprudência nestes termos, COING, *Treuhand*, p. 162, no que é seguido por BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 454. Na doutrina, esta posição encontrava já suporte em ASSFALG, “Wirtschaftliches Eigentum”, p. 1583; e REINHARDT/ERLINGHAGEN, “Rechtsgeschäftliche Treuhand”, p. 46.

comportamento do terceiro; outras que, mesmo aceitando a plenitude das prerrogativas de disposição do fiduciário, procuram ver no *pactum fiduciae* o fundamento para tornar mais exigente o padrão de comportamento à luz do qual é escrutinada a atuação do terceiro adquirente; até soluções que, indo mais longe, encontram no acordo fiduciário a causa de uma limitação intrínseca do poder de disposição do *Treuhänder*. As linhas que se seguem servem para sumariamente descrever esta *escala* de proteção do fiduciante.

X. O entendimento que, de forma mais clara, revela esta *descontinuidade* face à solução aplicável no confronto do fiduciante com os credores gerais do fiduciário é o que limita a tutela do *Treugeber* contra transmissões ilícitas do bem fiduciário a um escrutínio à luz da cláusula dos bons costumes⁴²⁴, com consequente possibilidade de invocação de uma pretensão indenizatória delitual⁴²⁵. É esta a posição prevalecente nos tribunais germânicos⁴²⁶ e a que recebe um significativo sufrágio por parte da doutrina⁴²⁷. Como se antecipa, o cariz limitado desta solução resulta diretamente da circunstância de o recurso à cláusula dos bons costumes impor um *padrão de comportamento* mais exigente do que aquele que é aplicável para determinar a boa fé de um terceiro adquirente⁴²⁸. Impõe-se um juízo de censurabilidade intenso, que afasta o padrão de negligência aplicável nos casos de aquisição a *non domino*. Assim, a transmissão pelo fiduciário em violação do *pactum fiduciae* será inválida apenas quando seja possível imputar ao transmissário o intuito de defraudar o

⁴²⁴ Cf. §138 do BGB (cf., por todos, KÖTZ, “National Report for Germany”, p. 96, que nota ser esta a posição dominante, nomeadamente, na jurisprudência). O escrutínio daquela transmissão poderia ainda ser articulada com as regras penais — cf. CANARIS, “Verdinglichung”, p. 421.

⁴²⁵ Ao abrigo, neste caso, do §826 BGB — por todos, GRUBER, “Treuhandsmissbrauch”, pp. 442 ss. Prevalecendo uma tal pretensão, o que aconteceria apenas se verificados os pressupostos gerais da responsabilidade delitual, ela originaria na esfera do terceiro uma obrigação de reconstituição natural, *i.e.* a entrega do bem fiduciário, nos termos do §249BGB — nestes termos, LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 695-696.

⁴²⁶ Assim, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 463-464.

⁴²⁷ Cf. ASMUS, *Dogmengeschichtlichen*, p. 60; CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 172; GAUL, “Neuere ‘Verdinglichungs’”, pp. 119 ss.; HENSSLER, “Treuhandsgeschäft”, pp. 47 ss.; HUBER, “Rechtstellung”, pp. 406 ss.; LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, pp. 176 ss.; *Münchener Kommentar BGB (ARMBÜSTER)*, §137, 1, p. 1637, que considera ser esta ainda a posição maioritária; SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, pp. 164 ss.; ainda BAUMBACH/HOPT, *HGB* §392, p. 1425; PALANDT/HEINRICH, *BGB*, p. 177; SOERGEL/HEFERMEHL, §137, p. 235; SOERGEL/LEPTIEN, *prenot.* §164, p. 553. HUBER, “Rechtstellung”, pp. 410 ss., e “Anmerkung”, pp. 792 ss., distancia-se desta doutrina, sugerindo uma construção alternativa que assentava na invalidade da transmissão do bem fiduciário a terceiro sempre que este conhecesse a existência do vínculo fiduciário, com base nos §§27 e 266 do Código Penal, conjugados com o §134BGB.

⁴²⁸ GRUNDMANN, “Trust and Treuhand”, p. 409. Afinal, o fiduciário seria titular de um direito tendencialmente pleno e exclusivo sobre o bem em questão, pelo que o terceiro não estaria a adquirir a *non domino* — sintetiza nestes termos esta posição, KÖTZ, “National Report for Germany”, pp. 95-96.

fiduciante ou de buscar ativamente a aquisição daquele bem, não bastando a suscetibilidade razoável de conhecimento da *falta de legitimidade* do fiduciário.

Tentativa mais ambiciosa, insatisfeita com o recurso à cláusula geral dos bons costumes, mas longe de merecer apoio unânime, foi a de, em concretização do parâmetro geral de comportamento do §242 BGB, recorrer à aplicação analógica do regime do abuso de representação⁴²⁹. A analogia resultaria de uma comparação funcional entre os dois institutos e, portanto, da circunstância de, no *abuso de representação* como no *abuso da fidúcia*, estar em causa uma discrepância (ilícita) entre o poder jurídico amplo reconhecido ao agente na relação com terceiros, de um lado, e o vínculo obrigacional que une agente e principal, de outro⁴³⁰. A tutela do fiduciante sairia reforçada, não se exigindo do terceiro a intenção de causar prejuízo, mas apenas que estivesse (ou devesse estar) consciente de que o fiduciário abusava dos seus poderes, violando o *pactum fiduciae*⁴³¹. Nesse caso, porque o terceiro-adquirente violaria um dever de proteção, atuando contra a boa fé, o negócio jurídico não produziria efeitos jurídicos⁴³². Por outras palavras, para que o negócio transmissivo seja, perante o fiduciante, ineficaz, deixa de ser exigida uma efetiva cooperação entre fiduciário e adquirente, bastando a suscetibilidade, aferida segundo um padrão de razoabilidade, de aquele terceiro conhecer a *infidelidade* do fiduciário⁴³³.

⁴²⁹ Assim, ASSFALG, “Schutz des Trehandbegünstigten”, p. 1906; COING, *Treuhand*, pp. 164 ss.; KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 141; KRIES, *Rechtsstellung*, pp. 93 ss.; GRUBER, “Treuhandmissbrauch”, pp. 460 ss.; PICHERER, *Sicherungsinstrumente*, pp. 195 ss.; SCHLOSSER, “Außenwirkungen”, pp. 681 ss.; TEBBEN, *Unterbeteiligung*, pp. 192 ss. Especificamente para a fidúcia sobre partes sociais, K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, p. 1829; BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, p. 133; WANK, “Mißbrauch”, p. 402 ss.; KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 141. Segundo PICHERER, *Sicherungsinstrumente*, p. 199, seria esta já a posição maioritária.

⁴³⁰ HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 67. SCHLOSSER, “Außenwirkungen”, p. 685, refere-se a uma *Gleichwertigkeitsverhältnis* entre o abuso na representação e na *Treuhand*.

⁴³¹ COING, *Treuhand*, pp. 165-166 e p. 168. Em termos próximos, KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 141; KRIES, *Rechtsstellung*, pp. 88 ss e pp. 155 ss. Isto mesmo resultava da aplicação ao instituto da *Treuhand* do regime típico da representação, no essencial desenvolvido pela jurisprudência; este impunha uma equiparação das situações de conhecimento efetivo por parte do terceiro da situação de incumprimento por parte do fiduciário, àquelas em que, não podendo embora tal conhecimento ser subjetivamente imputado, do comportamento do representante fosse razoável suspeitar — porque haveria uma *objektiver Evidenz* — a existência de um tal incumprimento (GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 45 ss.).

⁴³² COING, *Treuhand*, p. 166. Os defensores desta posição apoiam-se ainda na aplicação, pela jurisprudência, deste mesmo padrão mais exigente ao caso do executor testamentário (referida por exemplo por BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 472, com indicação de jurisprudência, e BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, pp. 132 ss.), em relação a quem, não obstante ser titular de um direito pleno sobre os bens da herança — e portanto se aproximar mais do *Treuhänder* atípico do que do representante — a jurisprudência vem aplicando de forma consistente o padrão desenvolvido para o abuso de representação, determinando a ineficácia de disposições ilícitas também nos casos de *erkennbaren Missbrauchs* (COING, *Treuhand*, p. 167; GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 47, com indicação jurisprudencial; e KÖTZ, *Anmerkung*, p. 1471).

⁴³³ COING, *Treuhand*, p. 168.

Esta posição foi porém recusada pelos tribunais⁴³⁴ — onde prevaleceu uma distinção conceptual clara entra a *Treuhand* e os fenómenos de representação (direta e indireta)⁴³⁵ — e amplamente pela doutrina⁴³⁶, com base em duas ideias essenciais: de um lado, uma tal analogia seria contrária aos objetivos do §137 BGB, que excepcionaria os casos em que o adquirente saiba que o negócio dispositivo viola um vínculo obrigacional prévio⁴³⁷; de outro, relevaria a distinção estrutural e funcional entre representação e fidúcia. Nesta linha, aceitando que o abuso de representação resulta do dever geral de atuação de acordo com a boa fé⁴³⁸, alguns autores rejeitam a extensão analógica daquele regime⁴³⁹, uma vez que — ao contrário do que sucederia na representação indireta — na *Treuhand* não haveria qualquer relação especial (*Sonderverbindung*) entre o terceiro adquirente e o fiduciante, fundada ou na vontade dos sujeitos envolvidos, ou em qualquer contacto negocial⁴⁴⁰.

XI. Mais recentemente, alguns autores procuraram ir mais longe e obter para o problema das chamadas *treuwidrigen Verfügungen* uma solução consistente com a tutela

⁴³⁴ GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 44. É sublinhado na literatura, todavia, que em decisões recentes foi admitido em *obiter dictum* que esta seria uma questão ainda em aberto (cf. LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 699 ss.).

⁴³⁵ Acolhida, também, em HUBER, “Anmerkung”, p. 791.

⁴³⁶ Assim, CANARIS, “Verdinglichung”, p. 420; *Barnkvertragsrecht*, p. 172; GAUL, “Neuere Verdinglichungs”, p. 120; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, pp. 67 ss.; HUBER, “Anmerkung”, p. 791, e “Rechtstellung”, p. 410; PALANDT/BASSENGE, *BGB*, p. 177; SOERGEL/LEPTIEN, *prenot. §164*, p. 553. LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 846 notam, de resto, ser esta a posição maioritária.

⁴³⁷ HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 68, sublinhando não ser inválida no direito alemão a aquisição feita *a domino*, mas em que o adquirente conhece um vínculo obrigacional sobre o direito a transferir, que seria positivamente violado pelo alienante no âmbito daquele negócio transmissivo.

⁴³⁸ Assim, CANARIS, “Verdinglichung”, p. 421, e HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 68.

⁴³⁹ CANARIS, “Inhaberchaft”, p. 831.

⁴⁴⁰ Na *Treuhand*, tudo se passa entre o fiduciário e o terceiro adquirente, atuando o primeiro, ao contrário do que sucede na representação, em nome próprio; não se estabelece por isso qualquer relação obrigacional entre *Treugeber* e *Geschäftspartner*, não sendo justificado o escrutínio da atuação daquele à luz da exigência de cuidado (*Sorgfaltsgebote*), no sentido do §242 BGB. Seguindo CANARIS, vejamos as posições de SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 164; LÖHNIG, *Treuhand*, p. 706. Contra, porém, TEBBEN, *Unterbeteiligung*, p. 197. COING, *Treuhand*, p. 167, procurando afastar as objeções formuladas àquela extensão analógica, argumenta que na base do instituto do abuso de representação não está a natureza ou estrutura da representação, mas sim um juízo geral contra situações de abuso de direito: o que justifica a ineficácia do negócio de disposição não é uma preocupação com a manutenção da vontade do representado, mas sim a consideração, mais geral, de que, ao celebrar um tal negócio, conscientes da violação dos limites da representação, representante e terceiro atuam contra a boa fé. E isso mesmo seria aplicável a uma disposição ilícita por parte do fiduciário, de que terceiro adquirente estivesse (ou devesse estar) consciente. Além disso, e em coerência com a sua posição de base segundo a qual o direito geral da fidúcia deve ser desenvolvido a partir das relações fiduciárias expressamente previstas na lei, COING, *Treuhand*, p. 167, nota que o mesmo critério de abuso é aplicado pela doutrina, e reconhecido pela jurisprudência, à figura do testamenteiro.

reconhecida num cenário de insolvência do fiduciário⁴⁴¹. Para esse fim, concebem uma limitação intrínseca (ainda que de extensão variável) do direito do *Treuhänder* sobre o *Treugut*, fundada justamente no *pactum fiduciae*; mesmo não perdendo a sua natureza proprietária, aquela posição do fiduciário veria a faculdade de transmissão do bem fiduciário condicionada pelas estipulações do acordo fiduciário e, nessa medida, pela prossecução do interesse do fiduciante⁴⁴².

A este resultado se chegaria, porém, através de diversas vias. KÖTZ, por exemplo, marcadamente influenciado pela solução que para este problema é acolhida para o *trust* no direito inglês⁴⁴³, sustenta uma verdadeira *reconstrução do sistema*⁴⁴⁴, a partir do reconhecimento da falta de legitimidade do fiduciário para a alienação do *Treugut* a um terceiro⁴⁴⁵. Na literatura recente, e seguindo noutra direção, uma tal limitação intrínseca do poder de disposição do fiduciário vem sendo sustentada por parte significativa da doutrina — e acolhida nos tribunais⁴⁴⁶ —, com fundamento na extensão, por via analógica, da disciplina do §392.2 HGB⁴⁴⁷, que seria aplicável (também) aos atos dispositivos praticados pelo fiduciário, com escopo de garantia, em benefício de credores seus⁴⁴⁸. Afinal, entendem estes autores, estaria em causa o mesmo objetivo normativo em que assenta a tutela do comitente/fiduciante na insolvência do comissário/fiduciário — *i.e.*, impedir que o bem fiduciário responda por dívidas pessoais do fiduciário perante os credores gerais deste —,

⁴⁴¹ Já REINHARDT/ERLINGHAGEN, “Rechtsgeschäftliche Treuhand”, p. 46, haviam suscitado esta questão, debatendo se a tutela do fiduciante reconhecida contra credores gerais do fiduciário não deveria ser estendida também às situações de disposições ilícitas; em sentido próximo, SOERGEL/LEPTIEN, prenot. §164, p. 553.

⁴⁴² Sugerindo que o fiduciário seria um *Nichtberichtig*, WIEGAND, “Treuhand und Vertrauen”, pp. 344 ss.

⁴⁴³ LÖHNIG, *Treuhand*, p. 694.

⁴⁴⁴ Assim, KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 169.

⁴⁴⁵ Cf. KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 140, que em consequência sugere a aplicação às *treuwidrige Verfügungen* do regime da aquisição *a non domino* (§892ss e §932ss. BGB).

⁴⁴⁶ Veja-se a síntese desta construção feita por BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 474 ss.

⁴⁴⁷ Ou dito de outra forma, sustentam que o problema das *treuwidrige Verfügungen* deve ser tratado de forma consistente em todos os casos de atuação por conta de outrem, o que implicaria o reconhecimento, em todos eles, de uma proteção análoga à que, por força do §392.2HGB, é atribuída ao comitente/fiduciante em face de disposição fraudulenta por parte do comissário/fiduciário; neste sentido, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 514.

⁴⁴⁸ Neste sentido, cf. *Münchener Kommentar HGB §392 (HÄUSER)*, 5, pp. 204 ss.; BAUMBACH/HOPT, *HGB §392*, pp. 1426-1427; K. SCHMIDT, *Handelsrecht*, pp. 897 ss.; CANARIS, *Handelsrecht*, pp. 473 ss., e “Verdinglichung”, p. 408; MARTINEK, “Geschäftsbesordnungsrecht”, p. 371; EBENROTH/BOUJONG/JOOST (KRÜGER), *Handelsgesetzbuch*, 2, pp. 594-595; STAUB/KOLLER, *Handelsgesetzbuch §§383-424*, pp. 159 ss.

pelo que se imporia o reconhecimento da falta de legitimidade dispositiva do *Treuhänder* quando este pretendesse dispor do *Treugut* em favor de um credor seu⁴⁴⁹.

Ainda menos impressionados pela natureza absoluta da posição proprietária do fiduciário, há autores que vão mais longe, sustentando uma limitação abrangente do poder de disposição que lhe é reconhecido. Para aí chegar, recorrem a uma interpretação teleológica das disposições legais que conformam o conteúdo da esfera de poder do fiduciário, incluindo as que delimitam a extensão das suas prerrogativas de disposição do *Treugut*⁴⁵⁰ e que não poderiam — como sucede na proteção do fiduciante na insolvência do fiduciário — deixar de considerar a particular afetação ao fiduciante do elemento económico inerente ao direito de que o *Treuänder* é *formalmente* titular⁴⁵¹. Alega-se que, se essa disciplina serve para mediar o conflito entre a proteção do tráfego e a proteção da titularidade patrimonial de um direito, então — levada ao limite a sua teleologia — impor-se-ia a equiparação do fiduciante a um efetivo titular do direito que, em violação do *pactum fiduciae*, é alienado pelo fiduciário⁴⁵². Assim sendo, a aquisição ao fiduciário seria equiparada à aquisição a *non domino*, o que teria como efeito uma maior exigência quanto ao padrão de boa fé aplicável ao terceiro adquirente^{453/454}.

⁴⁴⁹ Na expressão eloquente de CANARIS, *Handerlsrecht*, p. 473, os credores do fiduciário não deveriam obter por negócio o que não conseguem na execução singular e insolvência.

⁴⁵⁰ Em particular, o §137 BGB, conjugado com os §§932 ss. BGB. Aliás, estas normas já são objeto de uma interpretação teleológica pela doutrina maioritária, que não aplica o regime da aquisição a *non domino* nos casos em que o fiduciante aliena sem legitimidade o *Treugut* ao fiduciário, com o argumento de que, aqui, a aplicação daquela disciplina não se justificaria pela ausência de uma efetiva alteração patrimonial na esfera do fiduciário (assim, COING, *Treuhand*, pp. 119 ss.; GERNHUBER, “*Treuhand*”, p. 362; PALANDT/BASSENGE, BGB, p. 1387; REINHARDT/ERLINGHAGEN, “*Rechtsgeschäftliche Treuhand*”, p. 56; SOERGEL/HENSSLER, §932, pp. 507-508).

⁴⁵¹ Cf. WIEGAND, “*Treuhand und Vertrauen*”, p. 344 e “*Entwicklung*”, p. 136; OSTENDORF, “*Gutgläubenserwerb*”, p. 220. Como sucederia na interpretação do §43KO e 43InsO, também o *gehören* do §932BGB deveria ser interpretado de acordo com a teleologia normativa imanente ou seja, deveria considerar o fiduciário como não autorizado para dispor do bem fiduciário, pelo menos contra as estipulações do *pactum fiduciae*, o que conduziria à aplicação daquela disciplina também aos casos de *treuwidrigen Verfügungen* pelo fiduciário (cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 499 ss.). Mais uma vez relevaria aqui a circunstância de ser por conta do fiduciante que corre o risco de perecimento do direito em questão, o que o colocaria numa posição idêntica à de um proprietário em face de uma alienação não autorizada (*id.*, p. 500).

⁴⁵² Cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 501. Tal implicaria uma verdadeira redução teleológica do §137 BGB, de modo a que esta não seja interpretada no sentido de impedir a compressão do poder de disposição do fiduciário resultante do acordo fiduciário (cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 506 ss.). Pronuncia-se expressamente contra uma tal redução teleológica, concluindo pela projeção plena do §137 BGB sobre o instituto da *Treuhand*, GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 324; também neste sentido, CANARIS, “*Verdinglichung*”, p. 419; *Münchener Kommentar BGB* (ARMBÜSTER), §137, 1, p. 1633.

⁴⁵³ Cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 515. A um resultado próximo, partindo embora de uma diferente base conceptual, chegam aquelas construções que identificam a relação fiduciária entre *Treugeber* e *Treuhänder* com um contrato de sociedade civil. Nesse caso, e como consequência da aplicação da disciplina das *Gesellschaft* (em particular o §709 BGB, que sujeita a celebração de negócios sobre o património comum a autorização dos sócios; e §711 BGB, relativo ao poder de representação), a regra é a de que o fiduciário tem de estar autorizado

XII. Mesmo longe de estar plenamente estabilizada, a dogmática fiduciária germânica revela bem que a configuração comum do negócio fiduciário de gestão, de acordo com a qual a posição do fiduciante sobre o *Treugut* reveste natureza puramente contratual, é apenas o *ponto de partida* de um percurso — em que participam os tribunais e a doutrina — de consolidação de inequívocas externalidades da relação fiduciária. Afinal, mesmo num ordenamento continental, aquela configuração não constitui um obstáculo intransponível — ao contrário do que poderia sugerir a resignação com o que tema é por vezes tratado nalguns quadrantes da doutrina continental —, sendo diversas as vias para fundamentar uma tal tutela num cenário de execução, singular ou coletiva, do património do fiduciário⁴⁵⁵.

para dispor de um bem que integra o *Gesamthandsvermögen*. Donde resultaria a possibilidade de o fiduciante poder conformar, no contrato de sociedade/fidúcia, a existência, extensão e modo de exercício do *Verfügungsmacht* do fiduciário, tornando possível que o teor da *Innenverhältnis* se projetasse na *Außenverhältnis* (cf. GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 308). Faltando essa autorização, ou sendo excedida o âmbito de uma autorização efetivamente concedida ao fiduciário, enquanto gestor dos negócios comuns, faltar-lhe-á legitimidade para a conclusão do negócio translativo, pelo que a aquisição pelo terceiro dependerá sempre da sua boa fé, escrutinado à luz do padrão geral aplicável à aquisição a *non domino* (GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 300 ss. e p. 462). Atingir-se-ia, desta forma, uma solução para o problema das *treuwidrigen Verfügungen* mais próxima e consistente com a defendida genericamente para o problema da insolvência do fiduciário, assegurando uma tutela do fiduciante que se aproximaria mesmo da reconhecida no âmbito do instituto do *trust* do direito inglês (KOOS, *Fiduziarische Person*, p. 15).

⁴⁵⁴ Merece ainda referência breve a construção de GRUNDMANN que, em coerência com a *índole contratual* da sua abordagem ao problema externo da *Treuhand*, enquadra o tema das *treuwidrigen Verfügungen* também na problemática mais ampla da eficácia reflexa dos contratos (Cf. GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, pp. 328 ss.). Para isso, porém, inverte a perspectiva que antes havia desenvolvido: agora, seria o contrato entre o fiduciário e o terceiro adquirente, mediante o qual se concretiza a disposição ilícita em prejuízo do fiduciante, que deveria ser enquadrado na categoria dos contratos com efeitos reflexos face a terceiros (*Vertrag mit Lastwirkung gegenüber Dritten*). Explicitando: GRUNDMANN não ignora, nem sequer desvaloriza, a projeção do §137.1 BGB na questão em análise, razão pela qual, de resto, rejeita a sujeição da aquisição pelo adquirente aos requisitos da *gutgläubigen Erwerb* ao *Verfügungsgeschäft*, mesmo em casos de negligência grosseira (*id.*, pp. 328-329). Entende o autor, porém, que a circunstância de ter cabido ao fiduciante o investimento inicial no *Treugut* (*id.*, p. 329) e de ser à sua esfera jurídica que tal bem deve *regressar* fariam sempre depender a oponibilidade ao *Treugeber* da disposição ilícita de uma adequada ponderação dos interesses em jogo, à luz da qual o interesse do terceiro adquirente poderia, em determinadas circunstâncias, ser preterido (*id.*, p. 329 e p. 336). Acompanhando a posição da maioria da doutrina, tal não seria o caso quando o terceiro desconhecesse o vínculo fiduciário e, portanto, a natureza ilícita da disposição do bem fiduciário. Inversamente, será já ineficaz a aquisição em que o terceiro atua com conhecimento do vínculo fiduciário e, ainda, com intenção de prejudicar o fiduciante (*id.*, p. 329). Onde GRUNDMANN se afasta da doutrina tradicional é na conclusão de que o fiduciante, à luz daquela ponderação de interesses, merece tutela em qualquer situação de conhecimento efetivo do vínculo fiduciário e em que, portanto, não há uma efetiva intenção de prejudicar a posição do fiduciante; nesse caso, o interesse do adquirente não mereceria qualquer tutela. Criticam esta posição, por alegadamente não conter um esforço sério de demonstração de compatibilidade com o §137 BGB, LÖHNIG, *Treuhand*, p. 698; e GRUBER, “*Treuhandmissbrauch*”, p. 462, nota 121.

⁴⁵⁵ Esses construções, de resto, *transbordaram* para outros institutos centrais do sistema de direito civil. Exemplo disso mesmo é o tema da compensação de créditos detidos fiduciariamente, uma área que, pela sua proximidade funcional com o risco de execução do património do fiduciário pelos credores gerais do fiduciário, mereceu a atenção da jurisprudência e de alguma doutrina (HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, pp. 62 ss.; CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 180; GERNHUBER, “*Treuhand*”, p. 360; GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 58 ss.; BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 412). Em particular, procurou-se explorar a possibilidade de, em desvio ao princípio da

Sem prejuízo do que adiante se dirá na síntese que encerra esta incursão juscomparativa, este é sem dúvida o primeiro dado essencial a reter e que não pode deixar de constituir um prenúncio favorável para a análise a empreender no direito português.

reciprocidade, impedir a extinção de créditos da fidúcia com base em créditos detidos por terceiros pessoalmente contra o fiduciário. Campo de aplicação privilegiado desta problemática é o direito bancário, e em particular a possibilidade de o banco procurar extinguir um crédito seu perante o fiduciário exercendo para o efeito a compensação com o montante depositado numa conta fiduciária (GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 58; DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 62-63). A jurisprudência e alguns autores admitem tais exceções ao princípio da reciprocidade, impedindo a extinção por compensação de um crédito fiduciariamente detido pelo fiduciário com base num outro crédito detido pelo terceiro pessoalmente sobre o fiduciário (por exemplo, CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 180; HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 62. Cf. também GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 58, com indicação de jurisprudência). Um tal entendimento, que rejeita a prevalência de um conceito puramente formal de reciprocidade, encontraria o seu fundamento ainda no âmbito do direito obrigacional, designadamente no instituto da boa fé; o fiduciante poderia, com base no §242BGB, impedir um devedor do fiduciário relacionado com o objeto da fidúcia de procurar extinguir a sua dívida invocando para o efeito um crédito pessoal sobre o fiduciário — cf. CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 180; GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 59; HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 62). Precisamente por ser esse o seu fundamento normativo, este entendimento limita o reconhecimento de tais externalidades da relação fiduciária aos casos em que esta seja aparente ou pelo menos cognoscível, uma vez que, só aí, se justificaria o recurso ao §242 BGB para impedir a compensação; só aí seria vislumbrável uma *sonderbindung* entre o fiduciante e o devedor que pretende ativar a compensação (cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 63). Nas relações fiduciárias ocultas, mesmo naquelas que envolvem contas bancárias, não seria já admitida esta exceção ao princípio da *reciprocidade (formal)*; isso mesmo foi por diversas vezes confirmado pela jurisprudência (cf. GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 58). Solução paralela existe para o caso inverso, em que um terceiro procura extinguir uma dívida sua relacionada com o objeto da relação fiduciária, com um crédito por si detido diretamente sobre o fiduciante. Nesse caso, a expectativa do terceiro devedor seria merecedora de tutela, não estando o fiduciário legitimado a impedir a extinção do crédito da fidúcia invocando, para isso, a ausência de reciprocidade formal. Até porque, neste caso, e atenta a especial alocação de risco subjacente à relação fiduciária, ao *Treuhänder* não é reconhecido qualquer interesse próprio no bem fiduciário (cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 63).

Não é apenas a respeito do instituto da compensação de créditos que a doutrina germânica discute eventuais externalidades da relação fiduciária. Relevante é, por exemplo, a discussão em torno da responsabilidade delitual por danos causados pelo, ou relacionados com, o *Treugut* (cf., entre outros, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 369 ss.; DIEHLE, *Rechtsträgerschaft*, pp. 9 ss.; GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 50 ss. e pp. 315 ss.; HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 78, LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, p. 146; MEDICUS, *Schuldrecht*, I, p. 228; PETERS, “*Drittschadensliquidation*”, p. 367). A economia destas páginas não permite mais do que uma breve referência a esta problemática. Em síntese, o cerne da discussão atual consiste em saber se a dissociação entre a titularidade de um direito e o benefício e risco que lhe é inerente deverá ou não ter consequências ao nível da responsabilidade delitual ativada ao abrigo do §823.1BGB (cf. MEDICUS, *Schuldrecht*, I, p. 228). A aquisição, pelo fiduciário, de um direito tendencialmente pleno e exclusivo sobre o bem fiduciário tem também, por princípio, consequências ao nível da sua responsabilidade, contratual e delitual, face a terceiros; por regra, o fiduciante fica isento dos deveres, atuais ou contingentes, que podem emergir da titularidade do *Treugut* (cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 78). Isso mesmo parece implícito em muitas das abordagens do problema externo da *Treuhand*, que não encontram fundamento para uma responsabilização do fiduciante relacionada com o bem fiduciário (LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, p. 146). No entanto, em obras mais recentes, e em resultado da especial conformação reconhecida à relação fiduciária (GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 315 ss.), ou da defesa de uma interpretação teleológica das normas que regulam a responsabilidade delitual (em particular, o §823BGB, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 394 ss.) tem sido sustentada a relevância da alocação económica do bem fiduciário como critério de delimitação do âmbito da responsabilidade delitual. Mais uma vez, comum a estas posições está um esforço de assegurar uma coerência dos efeitos externos reconhecidos à *Treuhand*.

3.2 O negócio fiduciário nos direitos italiano e suíço: a extensão do regime do mandato sem representação

I. A razão de ser da incursão pelos direitos italiano e suíço foi já anunciada⁴⁵⁶: em ambos o desenvolvimento da dogmática fiduciária surge associado ao regime legal do mandato sem representação, que naqueles ordenamentos trata expressamente o potencial confronto entre os interesses do mandante e os de credores gerais do mandatário⁴⁵⁷. Atenta a reconhecida proximidade daquelas disciplinas com a que, no direito português, regula o mandato sem representação⁴⁵⁸, interessa olhar para a fundamentação oferecida na literatura para alargar à generalidade das relações fiduciárias as regras predispostas para aquele tipo legal.

Na ordenamento italiano, a atenuação da inoponibilidade do *pactum fiduciae* a terceiros vem sendo advogada com fundamento na extensão à generalidade dos negócios fiduciários de gestão da disciplina vertida no art. 1707 *codice*⁴⁵⁹. Verificados certos pressupostos, destinados a evitar situações de fraude aos credores do mandatário⁴⁶⁰, este preceito assegura a separação dos bens do mandato em caso de insolvência do mandatário⁴⁶¹. O aludido art. 1707 *codice* seria, é porém sublinhado, um elemento

⁴⁵⁶ Cf. INTRODUÇÃO e §1.2.

⁴⁵⁷ Foi justamente esta disciplina do mandato sem representação que propiciou um suporte sólido para alcançar o fim de tutela do fiduciante, que se imporia por razões de justiça material, permitindo evitar nestes ordenamentos um *cul-de-sac théorique* semelhante ao que, como se viu, se encontra ainda hoje no direito alemão — cf. ROSSIER, “Etude comparée”, p. 888.

⁴⁵⁸ Assinalada, por exemplo, por PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, II, p. 753.

⁴⁵⁹ No original: *I creditori del mandatario non possono far valere le loro ragioni sui beni che, in esecuzione del mandato, il mandatario ha acquistati in nome proprio, purché, trattandosi di beni mobili o di crediti, il mandato risulti da scrittura avente data certa anteriore al pignoramento, ovvero, trattandosi di beni immobili o di beni mobili iscritti in pubblici registri, sia anteriore al pignoramento la trascrizione dell'atto di ritrasferimento o della domanda giudiziale diretta a conseguirlo*. São traçadas duas regras distintas, consoantes os bens em questão: para bens móveis e créditos, os credores gerais do mandatário não poderão atacar os bens do mandato sempre que o mandato seja anterior à penhora; para bens imóveis (e móveis sujeitos a registo), a tutela do fiduciante depende já de prévia inscrição registral seja do ato de retransmissão para o mandante, seja da interposição da competente ação judicial para esse efeito.

⁴⁶⁰ Assim, por todos, JAEGER, *La separazione*, p. 341, e novamente pp. 384-385, para quem tais pressupostos não afetam a vigência desta disciplina enquanto regra geral.

⁴⁶¹ É vastíssima a literatura sobre o preceito, até porque ele está no cerne da discussão — ainda em aberto no direito italiano — em torno da *anatomia* do mandato sem representação; para além dos comentários de referência, vejam-se as análises de CALVO, *La proprietà*, pp. 141 ss., e TILOCCA, “Il problema”, p. 877, com abundantes referências bibliográficas.

normativo com valência sistemática geral⁴⁶², não pressupondo necessariamente uma relação de mandato; ele encontra o seu fundamento na peculiar *situação proprietária* em que fica investido o mandatário/fiduciário, obrigado que está a prosseguir em exclusivo um interesse alheio⁴⁶³. Esta disciplina seria portanto extensível — analogamente⁴⁶⁴ — à generalidade das relações fiduciárias, garantindo uma tutela reforçada do fiduciante perante os credores gerais do fiduciário⁴⁶⁵. Este resultado seria alcançado sem colocar em crise a fórmula tradicional que atribui ao fiduciário um direito tendencialmente pleno e exclusivo⁴⁶⁶, por oposição à pretensão obrigacional que era reconhecida ao fiduciante⁴⁶⁷.

No direito suíço, por seu turno, interessa a norma vertida no art. 401 CO, que traça o quadro aplicável às relações entre mandante e terceiros e estabelece, protegendo de forma

⁴⁶² O tema é objeto de ampla discussão na doutrina italiana, sendo prevalecente hoje a posição, cuja inspiração essencial será a obra de JAEGER, *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, que sustenta a aplicação analógica do art. 1707 *codice*. Defendem este entendimento, entre outros, BALDINI, “Interposizione gestória”, p. 140; COSTANZA, “Numerus clausus”, p. 437; GAMBARO, *Il diritto di proprietà*, p. 626 e “Trusts”, p. 62; GRASSETI, “Del negozio fiduciario”, pp. 345 ss.; GRAZIADEI, “Trusts”, pp. 273-274; MANES, *Fondazione fiduciaria*, pp. 119 ss.; MORELLO, “Fiducia”, pp. 252 ss.; e NERI, *Il trust*, pp. 117 ss. No mesmo sentido, também MAZZONI, “Les opérations fiduciaires en droit italien”, pp. 349-350, que admite que esta oponibilidade da posição do fiduciante cessa quando os credores do mandatário o sejam em virtude das relações estabelecidas a propósito do negócio fiduciário; e CANEPA/MORELLO, “Introduzione. Il negozio fiduciario”, pp. 209 ss., para quem o mesmo princípio se aplicaria em caso de conflito entre credores do fiduciante e credores do fiduciário (p. 223).

⁴⁶³ Cf., por todos, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 399, e MORELLO, “Fiducia”, p. 268.

⁴⁶⁴ É este o percurso metodológico advogado por JAEGER, *La separazione*, p. 351, no que é seguido, na literatura mais recente, por exemplo, por MORELLO, “Fiducia”, p. 252.

⁴⁶⁵ Além disso, é defendido que a tutela oferecida ao mandante/fiduciante não se limita — como vimos por exemplo suceder no direito alemão, em resultado da conjugação dos princípios da imediação e da proibição da subrogação — aos bens originalmente adquiridos pelo mandatário/fiduciário, podendo abranger outros direitos adquiridos sucessivamente e que venham substituir, no património do fiduciário, aqueles bens originais. Isso resultaria da circunstância de a disciplina do mandato sem representação (em concreto, o art. 1707 *codice*) se referir, quando delimita o escopo de proteção do mandante, aos *bens adquiridos pelo mandatário em execução do mandato*, o que permitiria a extensão dos património fiduciário suscetível de separação. Por exemplo, JAEGER, *La separazione*, p. 386, que — parecendo influenciado pelo princípio da *Bestimbarkeit* da doutrina alemã — avança como critério justamente a *identificabilidade* dos bens fiduciários na esfera patrimonial do fiduciário. Para bens fungíveis — aqueles onde a aplicação deste critério suscitaria maiores problemas — este critério implicaria já a sua efetiva segregação (*id.*, pp. 387-388). Em sentido próximo, veja-se também GRAZIADEI, “Trusts”, pp. 282-283, D’ALESSANDRO, “Dissesto di intermediário”, p. 465, e PORTALE/BOLMETTA, “Deposito regolare”, p. 842.

⁴⁶⁶ Por todos, MORELLO, “Fiducia e negozio fiduciario”, pp. 84 ss. Contra, referindo-se embora especificamente ao *trust* recebido nos termos da Convenção de Haia, CASTRONOVO, *Trust*, pp. 1323 ss., argumentando, com base numa leitura histórica de algumas disposições legais (designadamente o art. 2740 *codice*), que o reconhecimento do efeito de segregação típico do instituto violaria o princípio da indivisibilidade do direito de propriedade e o princípio da universalidade patrimonial. Justifica detalhadamente a compatibilidade da segregação patrimonial originada pelo *trust* (e, por extensão, pelo negócio fiduciário), LUPOI, *Trusts*, p. 576. Para uma crítica desta posição de GAZZONI, “Tentativo dell’impossibile”, pp. 904 ss.

⁴⁶⁷ Salienta a compatibilidade desta solução com a conceção dogmática do negócio fiduciário prevalecente em Itália, assente no duplo efeito real e obrigacional, JAEGER, *La separazione*, p. 380. Do mesmo modo, uma tal solução não colidia com o princípio da universalidade patrimonial consagrado no art. 2740 *codice*, uma vez que o critério delimitador do âmbito patrimonial do devedor que responde pelas respetivas dívidas não seria exclusivamente o direito de propriedade — cf. JAEGER, *La separazione*, p. 366.

clara o primeiro⁴⁶⁸. Em síntese, são estabelecidas duas regras: exclusivamente para direitos de créditos, é determinada uma cessão *ex legis*⁴⁶⁹ da esfera do mandatário para a do mandante, logo que este cumpra as suas obrigações perante aquele; em segundo lugar, para créditos e bens móveis, é reconhecido ao mandante um direito de separação na insolvência do mandatário⁴⁷⁰. A posição maioritária, mesmo de entre aqueles autores que rejeitam uma pura assimilação do negócio fiduciário ao mandato⁴⁷¹, admite a extensão deste regime à generalidade das relações fiduciárias de gestão⁴⁷². Os autores que sustentam uma identificação conceptual entre as duas figuras, procedem, de forma natural, a uma aplicação direta do regime do mandato ao negócio fiduciário⁴⁷³. Aqueles que, ao invés, reconhecem a autonomia da *causae fiduciae* — e portanto configuram o negócio fiduciário como atípico⁴⁷⁴ — sustentam a extensão daquela disciplina da responsabilidade patrimonial do mandatário mediante interpretação extensiva⁴⁷⁵ ou por via analógica⁴⁷⁶. Este resultado seria imposto por um percurso hermenêutico atento à inserção sistemática daquele regime — a regulação dos modos de atuação em representação indireta — e, bem assim, à *ratio legis* que lhe está subjacente⁴⁷⁷.

Em ambos os ordenamentos se reconhece que o fundamento desta disciplina específica do mandato sem representação reside na tendencial equiparação, de um prisma

⁴⁶⁸ No original: 401(1) — *Lorsque le mandataire acquiert en son propre nom, pour le compte du mandant, des créances contre des tiers, ces créances deviennent la propriété du mandant dès que celui-ci a satisfait, de son côté, à ses diverses obligations envers le mandataire. (2) Le mandant peut faire valoir le même droit contre la masse du mandataire, si ce dernier tombe en faillite. (3) Le mandant peut, de même, revendiquer dans la faillite du mandataire les objets mobiliers acquis par ce dernier en son propre nom, mais pour le compte du mandant; sauf à la masse à exercer le droit de rétention qui appartiendrait au mandataire.* É dito, na doutrina, que este regime vem aproximar o regime do mandato sem representação daquele aplicável à representação direta — cf., por exemplo, WEBER, “art. 394-406OR”, pp. 2383 ss.

⁴⁶⁹ Cujas eficácia não depende de notificação ao devedor — cf. EICHNER, *Die Rechtsstellung*, p. 125.

⁴⁷⁰ A tutela do mandante é já excluída nos imóveis — por todos, HOFSTETTER, “Der Auftrag”, p. 139.

⁴⁷¹ Cf. §1.2.

⁴⁷² Em caso de insolvência do fiduciário, mas também de execução individual intentada pelos seus credores gerais — por exemplo, GAUTSCHI, “art. 394-406 OR”, pp. 551 ss.; MÜLLER, “Das Treuhandverhältnis”, pp. 277 ss.

⁴⁷³ Cf. GAUTSCHI, “art. 394-406 OR”, p. 526, e “Causa”, p. 245.

⁴⁷⁴ Suscetível de ser regido pelas normas aplicáveis a outros tipos legais, que não apenas o mandato — assim, DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 407.

⁴⁷⁵ Cf. HOFSTETTER, “Le mandat”, pp. 125 ss.; HONSELL, “Treuhand und Trust”, pp. 73 ss.

⁴⁷⁶ É a posição, designadamente, de DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 407; EICHNER, *Die Rechtsstellung*, p. 123; GAUTSCHI, “art. 394-406 OR”, p. 532; HOFSTETTER, “Le mandat”, p. 136; KRAMER, “art. 18OR”, pp. 57-58; MERZ, “Legalzession”, p. 464; WEBER, “art. 394-406OR”, p. 2196 e “Probleme”, p. 183; WIEGAND, “Trau, schau wem”, pp. 589 ss.

⁴⁷⁷ BEILSTEIN, “Die Beziehungen”, pp. 93 ss.

patrimonial e por referência aos bens adquiridos em execução do mandato, entre a posição do mandatário e a dos seus credores gerais, até porque, se o primeiro surge como titular (formal) dos bens em questão, ele é simultaneamente devedor de uma obrigação de retransmissão dos mesmos para o mandante⁴⁷⁸. Ora, tal fundamento seria genericamente aplicável aos modos de atuação fiduciária com fins de gestão: na fidúcia para gestão, como no mandato, os credores gerais do fiduciário não deveriam ter acesso, para satisfação dos seus créditos, a um acervo patrimonial que não foi adquirido pelo fiduciário para enriquecimento próprio ou aumento da sua massa de responsabilidade⁴⁷⁹, que apenas se encontra sob o seu domínio temporário⁴⁸⁰ e que serve exclusivamente prossecução de um interesse alheio⁴⁸¹. Em suma, precisamente a mesma *razão de ser* que justifica a oponibilidade externa da posição do mandante — a saber: que os credores gerais do mandatário não devem ser considerados, no que diz respeito à relação fiduciária, terceiros em sentido rigoroso, mas antes ser investidos na posição em que, face ao mandante, se encontrava aquele mandatário ⁴⁸² — encontra aplicação na generalidade das relações fiduciárias, mesmo as que não são plenamente reconduzíveis àquele modelo contratual tipificado na lei⁴⁸³. Em consequência, justifica-se a atribuição genérica ao fiduciante de um

⁴⁷⁸ Assim, no direito italiano, CALVO, *La proprietà*, p. 170; JAEGER, *La separazione*, p. 341; LUMINOSO, “Mandato”, p. 281; para o direito suíço, por todos, WIEGAND, “Trau, schau wem”, pp. 582 ss.

⁴⁷⁹ Assim, por exemplo, LUMINOSO, “Mandato”, p. 281, e, no direito suíço, HOFSTETTER, “Der Auftrag”, p. 135. Por esta mesma razão, THÉVENOZ, “La fiducie”, p. 319, considera violadora da equidade uma solução que permitisse aos credores do fiduciário obterem a satisfação dos seus créditos a partir de um bem adquirido sem que o respetivo contra-valor tivesse saído da esfera patrimonial do fiduciário.

⁴⁸⁰ Isto porque *aqueles bens entraram no património do sujeito destinados a sair*, pelo que são subtraídos à garantia dos seus credores (cf. TILOCCA, *Il problema*, p. 953).

⁴⁸¹ Cf. NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, pp. 111-112; WÄLLI, “Das reine fiduziarische Treuhand”, p. 94. Além disso, é assinalado nalguma doutrina, para procurar explicar esta disciplina especial, que não corre por conta do mandatário/fiduciário o risco de perecimento dos bens do mandato/fidúcia (cf. KÜPFER, *Treuhandrische Unternehmensbeteiligung*, p. 6; WIEGAND, “Trau, schau wem”, pp. 582 ss.).

⁴⁸² ASSIM, JAEGER, *La separazione*, p. 341.

⁴⁸³ Cf. ROSSIER, “Etude comparée”, p. 893. Conspícua no direito suíço é a discussão em torno da sujeição da tutela do fiduciante à aparência ou carácter público do vínculo fiduciário e, portanto, o recurso, advogado por alguns autores germânicos, ao *Offenkundigkeitsprinzip*. Defende a adoção deste critério delimitador das situações merecedoras de tutela, por exemplo, HOFSTETTER, “Le mandat”, p. 130. Também DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 457-458, influenciado pela doutrina de CANARIS, parece limitar a tutela do fiduciante, pelo menos em parte, aos casos em que a natureza fiduciária da titularidade do fiduciário seja conhecida ou, pelo menos, cognoscível. Assim, sempre que o fiduciário fosse um profissional cuja atividade implicasse a atuação no interesse de outrem — por exemplo, bancos, intermediários financeiros, advogados —, essa natureza fiduciária deveria ser pressuposta, razão porque, nestes casos, a confiança do terceiro credor na *aparência* resultante da titularidade fiduciária cederia perante a necessidade de tutela da posição patrimonial do fiduciante. Já não seria assim na hipótese de um fiduciário não profissional, em que, na falta de indicação expressa ao terceiro da natureza da atuação do fiduciário, a confiança daquele terceiro mereceria proteção. Contra, com argumentação convincente, NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, pp. 114-115. É menos relevante esta discussão no direito italiano, apesar de se ouvirem cada vez mais vozes que procuram justificar um reforço da tutela do fiduciante nos casos de fidúcia pública ou aparente — cf. MORELLO, “Fiducia e negozio fiduciario”, pp. 90 ss.

direito de separação irregular, não se fundado, como regra, numa pretensão real — *i.e.*, na titularidade do bem fiduciário —, mas antes numa pretensão que permanece de natureza obrigacional⁴⁸⁴.

II. Num e noutro ordenamento existem críticos desta extensão da disciplina do mandato, que encontram o seu denominador comum numa preocupação com o desmembramento do conteúdo do direito de propriedade⁴⁸⁵. Alguns autores apontam, como suposta diferença fundamental entre mandato e fidúcia, a transitoriedade do primeiro⁴⁸⁶, característica que impediria o tratamento análogo das duas figuras⁴⁸⁷. Outros sustentam que o carácter pleno da transmissão do direito de propriedade, associado à posição absoluta do seu titular, obstará à atribuição ao fiduciante, na falta de norma legal expressa⁴⁸⁸, de um direito de acesso ao bem fiduciário (ainda) na esfera do fiduciário⁴⁸⁹. Se tal fosse admitido, seriam postos em crise os princípios do *numerus clausus*⁴⁹⁰ e da responsabilidade patrimonial⁴⁹¹, para além do próprio núcleo definidor do direito de propriedade⁴⁹². Esta

⁴⁸⁴ Assim, NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 104.

⁴⁸⁵ Na literatura italiana, com indicações bibliográficas de relevo, MONTINARO, *Trust*, pp. 182 ss.; para o direito suíço, uma síntese destas posições contrárias à aplicação do art. 401 CO ao negócio fiduciário encontra-se em DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 38 ss., e NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 109, ambos com vasta indicação bibliográfica.

⁴⁸⁶ Transitoriedade esta que, para alguns, justificaria a especialidade da regra do art. 401 CO, que assim seria destinada à situação do adquirente transitório (*Durchgangserwerb*) e não do fiduciário típico, a quem compete manter a titularidade do bem fiduciário com vista à sua administração no interesse do fiduciante — nestes termos, REYMOND, *Essai*, p. 57. No direito italiano, esta aspeto é também invocado pela *doutrina tradicional* (cf. SATURNO, *La proprietà nell'interesse altrui*, p. 21) para fundamentar a distinção causal entre o mandato sem representação e a fidúcia: enquanto nesta assumiria maior preponderância a situação proprietária do fiduciário, destinada a perdurar no tempo como forma de prossecução do interesse do fiduciante, naquele estaria em causa apenas a prática de um ou mais atos jurídicos com um escopo pré-determinado, pelo que a titularidade do mandatário se deveria, por princípio, extinguir ao fim de um prazo curto — nestes termos, por exemplo, CANEPA/MORELLO, *Introduzione. Il negozio fiduciario*, p. 209.

⁴⁸⁷ É esta a posição de WÄLLI, *Das reine fiduziarische Treuhand*, p. 38. Este entendimento foi contudo amplamente rejeitado, tanto nos tribunais como na doutrina (DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 36-37), pelo carácter artificial e formalista da distinção proposta; além disso, em determinadas áreas do tráfego jurídico, designadamente no direito bancário, surgem tanto relações fiduciárias de curta duração, como mandatos — designadamente mandatos para administração — que perduram no tempo, o que revelaria a ausência de base dogmática deste critério distintivo (EICHNER, *Die Rechtsstellung*, p. 84; FELLMAN, “art. 394-406OR”, p. 96).

⁴⁸⁸ O art. 401 CO seria uma “anomalia, um intruso suscetível de contaminar o direito privado”, impassível de extensão analógica aos casos de fidúcia (FÖEX, *Le «numerus clausus»*, p. 154).

⁴⁸⁹ É, por exemplo, a posição de TSCHUMY, *La revendication des droits*, pp. 153 ss.

⁴⁹⁰ FÖEX, *Le «numerus clausus»*, p. 147 e pp. 151 ss., que assim rejeita a aplicação do regime do art. 401 CO nos casos em que a relação fiduciária não se identifique plenamente com um mandato sem representação, o que sucederia, por exemplo, nos casos de *fiducie-sûreté*.

⁴⁹¹ STAEHELIN, “Trusts”, p. 63; v. THUR/PETER, *Algemeiner Teil*, pp. 205 ss.

disciplina da responsabilidade patrimonial do mandatário teria, portanto, caráter alegadamente excecional — porque reconheceria externalidades a relações jurídicas puramente contratuais —, sendo por isso insuscetível de extensão analógica⁴⁹³.

Apesar destas críticas, é inequívoca — e não apenas na doutrina⁴⁹⁴ — a *estabilização*⁴⁹⁵ daquelas posições que encontram no regime do mandato sem representação

⁴⁹² FÖEX, *Le «numerus clausus»*, pp. 151-152, considera que o reconhecimento ao fiduciante de um tal direito de reivindicação implicaria necessariamente a divisão das faculdades inerentes ao direito de propriedade, que seria contrária ao princípio da tipicidade das situações jurídicas reais.

⁴⁹³ MONTINARO, *Trust*, pp. 184 ss., por exemplo, acentua precisamente a função de exteriorização desempenhada pelo art. 1707 *codice*, da qual resultaria a sua excecionalidade. Este comando consubstanciaria uma ponderação de interesses feita pelo legislador exclusivamente para o tipo legal do mandato, sendo abusiva uma transposição para outras relações jurídicas mais complexas, como aquela a que dá origem o negócio fiduciário (*id.*, p. 198). Contra um alegado caráter excecional do efeito de segregação da disciplina do mandato sem representação, por exemplo, LUPOI, *Trusts*, p. 571, que considera mesmo o regime do art. 1707 *codice* algo rígido e limitado face ao propósito de assegurar uma adequada composição de interesses (*id.*, p. 573).

⁴⁹⁴ No ordenamento suíço, esta extensão tem sido reconhecida de forma consistente pelos tribunais que, privilegiando uma interpretação teleológica e valorizando os fins a ela inerentes, atribuem ao fiduciante a faculdade de, recorrendo ao art. 401 CO, separar o bem fiduciário da massa insolvente (NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, pp. 110 ss., com indicação jurisprudencial). Numa decisão importante de 1973 (o acórdão do Tribunal Federal *Feras Anstalt c. Banque Vallugano* — cf. por todos, RAPP, “La fiducie”, p. 36), foi pela primeira vez aceite, de forma expressa, que ao fiduciante era reconhecido o direito de separação do bem fiduciário num contexto de insolvência do fiduciário, no caso uma instituição de crédito. Os requisitos deste direito de separação eram a segregação do dinheiro detido a título fiduciário pelo banco, juntamente com a clara indicação do beneficiário de tais somas (DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 33). Desde então, o princípio tem vindo a ser objeto de depuração pelos tribunais; como requisito para o exercício do direito de separação, foi estabelecida a exigência de que o bem fiduciário se encontre identificado, ou seja pelo menos identificável, no património do fiduciário (GIOVANOLI, “Les opérations”, p. 198; GUHL/MERZ/KOLLER, *Obligationenrecht*, p. 127; THÉVENOZ, “La fiducie”, p. 278), uma exigência semelhante ao *Bestimmbarkeit* advogada por alguns autores alemães. Ainda que o bem fiduciário não tenha sido transferido diretamente do fiduciante para o fiduciário, tendo, ao invés, sido adquirido a um terceiro, é assegurada a tutela do fiduciante (por todos, SPÜHLER/VITELI-JUCKER, “Zentrale fragen”, 1465, com indicação jurisprudencial). Ou seja, vale aqui precisamente o inverso do *Unmittelbarkeitsprinzip* construído pela jurisprudência alemã, com base no argumento de que a *ratio* desta disciplina não seria a de reconhecer um direito de *retorno* do bem fiduciário ao seu anterior titular, mas antes — e apenas — o de garantir um tal direito (ao mandante, e ao fiduciante) sobre bens que, mesmo nunca tendo integrado o seu património, se encontrariam *em rota* para esse património. Manifestando-se favorável a esta limitação, MÜLLER, “Das Treuhandverhältnis”, p. 277; WÄLLI, *Das reine fiduziarische Treuhand*, p. 100. Alguma doutrina, porém, considera que a interpretação extensiva do art. 401 CO, que de resto seria coerente tanto com a letra como a sua *ratio*, permitiria um outro resultado, admitindo a tutela do fiduciante também nos casos em que este tenha transferido diretamente o bem fiduciário ao fiduciário (por exemplo, BEILSTEIN, “Die Beziehungen”, pp. 47 ss. e pp. 93 ss.; DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 442 ss.; GAUTSCHI, “Subrogation und Aussonderung”, pp. 316 ss.; GIOVANOLI, “Les opérations”, p. 193; HATEBUR, *Die Treuhandanlage*, pp. 125-126; WATTER, “Treuhand”, p. 223). Recentemente foi suscitada nalguma jurisprudência, ainda que em *obiter dictum* (VON OVERBECK, “National Report for Switzerland”, p. 111), a possibilidade de limitar a aplicabilidade do art. 401 CO aos casos em que a relação fiduciária pode ser reconduzida a um puro mandato (ver DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 37). Esta sugestão acabou igualmente por ser rejeitada (EICHNER, *Die Rechtsstellung*, p. 124), permanecendo aceite na jurisprudência a máxima segundo a qual o art. 401 CO não encontra o seu âmbito de aplicação limitado a certas formas de mandato (cf. NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 110). Mais restritiva parece ser a posição dos tribunais italianos, cuja tendência prevalecente é ainda a de fazer depender a aplicação da disciplina do mandato atrás descrita da qualificação do negócio fiduciário enquanto um puro contrato de mandato (cf. MONTINARO, *Trust*, p. 187). Dito isto, a verdade é que alguns autores identificam decisões judiciais recentes que associam o fundamento de regimes legais especificamente destinados a regular relações fiduciárias — *v.g.* no caso das chamadas sociedades fiduciárias — no quadro legal do mandato sem representação (NERI, *Il trust*, p. 117, nota 127).

o instituto modelar dos fenómenos de atuação de gestão de posições económicas alheias⁴⁹⁶, nas suas diversas morfologias⁴⁹⁷, assegurando normativamente uma adequada tutela dos interesses envolvidos⁴⁹⁸. Não apenas a natureza *temporária* (ou *transitória*) da titularidade do mandatário, mas essencialmente o seu caráter *substancialmente alheio*⁴⁹⁹, projetam-se de igual forma na generalidade das situações de titularidade fiduciária de direitos, mesmo naquelas não reconduzíveis em termos estritos ao tipo legal do mandato. Em qualquer caso, é um interesse alheio que determina a aquisição dos direitos em questão e que, simultaneamente, condiciona o respetivo fim, dando origem a uma *propriedade funcionalizada*, que é o que justifica a atribuição, ao respetivo beneficiário, daquela especial tutela no confronto com uma particular categoria de terceiros⁵⁰⁰.

Adotando uma perspetiva mais abrangente, é convergente nos dois ordenamentos o reconhecimento de que este regime de responsabilidade por dívidas do mandato sem representação, ainda para mais passível de generalização a outras formas de atuação gestória no interesse de terceiro, materializa uma verdadeira *quebra* na estrita barreira entre direitos reais e direitos de crédito. Daquela disciplina resultaria uma tutela efetiva da posição do mandante/fiduciante, impedindo atos de execução do património do proprietário fiduciário, sem que, com isso, se tenha dado uma metamorfose da natureza

⁴⁹⁵ No direito suíço, a aplicação da disciplina do mandato ao negócio fiduciário merece atualmente o sufrágio da maioria dos autores (DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 442; RAPP, “La fiducie”, p. 36, e indicações bibliográficas aí contidas). O mesmo sucede no direito italiano, cf. MAZZONI, “Les opérations fiduciaires en droit italien”, p. 341, que nota que o acordo generalizado quanto ao caráter atípico do negócio fiduciário não impediu, na prática, a “*aplicação em definitivo das regras sobre o mandato*”.

⁴⁹⁶ Nesta linha, MANES, *Fondazione fiduciaria*, p. 118. Assinalando que esta natureza paradigmática do regime do mandato sem representação obriga a uma *revisitação* da dogmática do direito de propriedade, GAMBARO, “I trusts e l’evoluzione del diritto di proprietà”, p. 60.

⁴⁹⁷ Cf. NERI, *Il trust*, p. 117, para quem a possibilidade de criar um efeito de segregação patrimonial não seria verdadeiramente excecional no direito italiano, mas sim admissível nos casos de atuação em nome próprio mas no interesse de terceiro, dentro dos limites impostos pelo regime do mandato (*id.*, pp. 117-119). Aliás, demonstração do caráter não excecional do regime do mandato sem representação seria, ainda, a positivação legal de outros regimes fiduciários — por exemplo, a atuação das sociedades fiduciárias, a titularidade indireta de valores mobiliários pelas sociedades de custódia e sociedades gestoras de sistemas de liquidação, os depósitos fiduciários permitidos a notários e outros profissionais —, fenómeno que, na sua globalidade, comportaria o surgimento de uma conceção geral de relação fiduciária suscetível de ser oponível a (alguns) terceiros — cf. MORELLO, “Fiducia e negozio fiduciario”, p. 89. Sobre as sociedades fiduciárias, CATTANEO, “Mandato”, pp. 249 ss. Sobre o fenómeno fiduciário no domínio dos mercados de capitais, BEDOGNI, “L’interposizione di persona”, p. 257; CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, pp. 2 ss., pp. 71 ss.

⁴⁹⁸ Cf. LA PORTA, *Destinazione di beni allo scopo*, p. 96. Em sentido próximo, notando a mesma fisionomia ou estrutura elementar que apresentam o mandato e a fidúcia, GRAZIADEI, “Mandato”, p. 172, seguido, por exemplo, em GAMBARO, “I trusts e l’evoluzione del diritto di proprietà”, p. 62.

⁴⁹⁹ Não revestindo a posição do mandatário um verdadeiro conteúdo económico (cf. ANDREOLI, *Il trust*, p. 150).

⁵⁰⁰ Em termos semelhantes, CALVO, “La tutela”, p. 57.

puramente obrigacional da pretensão do mandante/fiduciante⁵⁰¹. Afinal, uma pretensão obrigacional pode também ser merecedora de tutela reforçada, aproximando os seus efeitos aos de uma típica pretensão de natureza real⁵⁰², o que parece sugerir que a atribuição de um direito de separação ou de oposição a terceiros num contexto de execução coativa impõe o recurso a ponderações bem mais complexas e subtis do que tipicamente aceite na literatura e nos tribunais⁵⁰³.

III. Comum nos dois direitos é, porém, o reconhecimento da insuficiência da disciplina do mandato sem representação enquanto fundamento de direito positivo para tutelar o fiduciante perante terceiros que hajam adquirido um direito incompatível sobre o bem fiduciário, em resultado de um ato de disposição praticado pelo fiduciário em violação do *pactum fiduciae*. Garantindo, por norma e sujeita a pressupostos precisos, a exclusão dos bens da fidúcia do âmbito de responsabilidade patrimonial do fiduciário, o regime legal do mandato não permite já fundamentar uma limitação do *ius disponendi* do fiduciário, habilitando a invalidade de uma tal disposição ilícita⁵⁰⁴. Daí que, alienando ou onerando o

⁵⁰¹ Cf. CALVO, *La proprietà*, p. 170. No direito suíço, uma “*approche centrée sur le droit des obligations*” é sustentada, por exemplo, por DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 405.

⁵⁰² Esta conclusão permite a alguma doutrina dar um passo mais, clamando por uma renovação do conceito tradicional do direito de propriedade, apta a capturar as limitações impostas nos casos em que a titularidade daquele *terrível direito* está gravada pela necessidade de prosseguir um interesse alheio (cf., por exemplo, COSTANZA, “*Numerus clausus*”, pp. 437 ss., para o direito italiano, e WIEGAND, “*Entwicklung*”, pp. 126 ss., para o direito suíço). CALVO, “*La tutela*”, p. 58, partindo da caracterização da posição jurídica do mandatário (sem representação), qualifica de “*reliquia*” a imagem estática da propriedade prevista no art. 832 *codice* como um direito absoluto e indivisível. Acentuando também a natureza especial desta *proprietà del mandatario*, SALAMONE, “*La c.d. proprietà del mandatario*”, pp. 77 ss. GAMBARO, “*I trusts e l’evoluzione del diritto di proprietà*”, p. 62, assinala, por seu turno, como o efeito de dissociação criado pela titularidade fiduciária, tutelado normativamente nos termos descritos, é análogo ao produzido pelos casos legalmente regulados de propriedade limitada por uma obrigação *de dare*; isso mesmo, dada a utilização generalizada desta figura no tráfego, tornaria *excêntrica* a qualificação como excecional do efeito de dissociação típico do negócio fiduciário (*id.*, pp. 62-63). Também MANES, *Fondazione fiduciaria*, pp. 81 ss., que constrói um modelo de *proprietà nell’interesse altrui* a partir da figura da fundação, assinala que a limitação imposta ao direito de propriedade pelo vínculo de natureza fiduciária (a que seriam reconhecidas certas externalidades) é compatível com a previsão geral do art. 832 *codice*, que, ao definir o conteúdo e âmbito do direito de propriedade, prevê já o respeito pelos limites e obrigações impostos pelo ordenamento (*id.*, por exemplo, p. 122). No direito suíço, DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 321 ss. (em particular pp. 326-327), reclama igualmente por uma evolução do conceito de propriedade, que poderia encontrar nos desenvolvimentos dogmáticos em torno do negócio fiduciário o seu catalisador.

⁵⁰³ Cf. JAEGER, *La separazione*, pp. 363-364.

⁵⁰⁴ Uma vez mais, subjaz a esta conclusão a configuração do negócio fiduciário de gestão, comum em ambos os ordenamentos, que atribui ao fiduciário como titular de um direito tendencialmente pleno e exclusivo e ao fiduciante uma pretensão meramente obrigacional; em consequência, o poder de disposição do fiduciário não é afetado ou sequer limitado. No direito suíço, GUHL/MERZ/KOLLER, *Obligationenrecht*, p. 127; e NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 71, que realça a incapacidade do vínculo fiduciário, de natureza obrigacional, para limitar intrinsecamente o poder de disposição inerente à posição de proprietário que é

bem fiduciário a terceiro, em violação do vínculo de afetação funcional, este tornar-se-ia titular pleno do mesmo⁵⁰⁵. É, nestes termos, claramente assumida uma distinção entre duas categorias de terceiros — os credores gerais do fiduciário, de um lado, e os terceiros adquirentes, de outro — e aceite, para elas, um tratamento normativo diferenciado, fundado numa distinta ponderação de interesses⁵⁰⁶. Tal não significou, como se passa sumariamente a mostrar, uma total resignação à inevitabilidade da desproteção do fiduciante.

No direito italiano, a discussão em torno da possibilidade de responsabilização extracontratual do terceiro adquirente centra-se na tensão clássica entre o princípio da autonomia privada e o princípio da segurança do tráfego⁵⁰⁷. Daí resulta a sujeição do ato de disposição a um escrutínio apertado: a fonte da eventual responsabilidade do terceiro só pode ser a indução ou cooperação no comportamento ilícito do fiduciário⁵⁰⁸, não bastando o conhecimento (ou a mera cognoscibilidade) do vínculo fiduciário⁵⁰⁹. No direito suíço, e de forma paralela com o que sucede no direito alemão, a via da responsabilidade extracontratual, conducente a uma obrigação de reconstituição natural⁵¹⁰, é conjugada com

reconhecida ao fiduciário. Também ROSSIER, “Etude comparée”, p. 893, e bibliografia indicada na nota 439, e WIEGAND, “Trau, schau wem”, pp. 569 ss. No direito italiano, CALVO, “La tutela”, p. 57; MAZZONI, “Les opérations fiduciaires en droit italien”, p. 342 e p. 350; MONTINARO, *Trust*, p. 311. No direito italiano, LIPARI, *Il negozio fiduciario*, pp. 421 ss.; por exemplo LUMINOSO, “Mandato”, p. 106, nota que a tutela reforçada da posição em que se encontra investido o mandante (e o fiduciante) por força da disciplina dos arts. 1705 a 1707 *codice*, não significa o reconhecimento de uma posição jurídica de *plena realidade*. O titular permanece o mandatário/fiduciário, com plenos poderes de disposição (NERI, *Il trust*, p. 366).

⁵⁰⁵ Cf. WÄLLI, *Das reine fiduziarische Treuhand*, p. 67; THÉVENOZ, “La fiducie”, p. 335; GAUTSCHI, “art. 394-406 OR”, p. 316; “Causa”, pp. 245-247. Em consequência, não é reservado ao fiduciante o exercício de um *droit de suite*, exclusivo para os titulares de direitos reais (cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 425). No direito italiano, notando ser este o entendimento prevalecente, mesmo para aqueles autores que encontram no negócio fiduciário uma causa própria e autónoma, MORELLO, “Fiducia”, p. 242.

⁵⁰⁶ Cf. JAEGER, *La separazione*, p. 341.

⁵⁰⁷ Assim, NERI, *Il trust*, p. 463.

⁵⁰⁸ Veja-se, assim, MAZZONI, “Les opérations fiduciaires en droit italien”, p. 351. É reconhecido tratar-se de um resultado de alcance limitado — designadamente quando comparado com o alcançado no direito inglês — mas aquele em linha com o sistema de direito positivo, que não permitiria a consagração de um verdadeiro *jus sequelae* a favor do fiduciante (assim NERI, *Il trust*, p. 461).

⁵⁰⁹ No direito italiano, cf. LUPOI, *Trusts*, p. 614, e RICCA, “Oggetto del trust”, p. 109, especificamente para os casos em que a posição do fiduciário está refletida no registo, ou para os casos em que a profissão do fiduciário tornaria evidente a sua atuação por conta de outrem, e portanto induziria a culpa grave do terceiro adquirente. Ainda, BALDINI, “Interposizione gestória”, p. 139. NERI, *Il trust*, pp. 469-470, considera que a responsabilização do terceiro será possível nos casos em que este atue de forma dolosa, induzindo o fiduciário a alienar o bem fiduciário em prejuízo do interesse do fiduciante, ou pelo menos quando é conhecedor desse mesmo prejuízo; já nos casos de ignorância negligente, mesmo de culpa grave, a autora considera mais difícil a imputação de responsabilidade ao terceiro.

⁵¹⁰ *I.e.*, a devolução do bem fiduciário ao fiduciante (LUPOI, *Trusts*, p. 614).

a cláusula geral da moral e bons costumes⁵¹¹, assegurando uma tutela limitada da posição do fiduciante⁵¹². Em aberto permanece, todavia, a determinação da fasquia de que depende o acionamento desta responsabilidade do terceiro⁵¹³: a posição tradicional, hoje majoritária e que merece o acordo dos tribunais⁵¹⁴, mantém um entendimento restritivo, considerando a responsabilização delitual do terceiro um *remédio* altamente excecional e exigindo uma efetiva cooperação entre fiduciário e terceiro com o intuito de defraudar o fiduciante⁵¹⁵. Noutra direção, alguns autores sustentam uma leitura menos exigente da cláusula dos bons costumes, entendendo que o mero conhecimento, pelo terceiro, de que a disposição em causa encerra uma violação do *pactum fiduciae* pelo fiduciário — e portanto uma subtração ilícita do bem fiduciário da *esfera de pertinência* do fiduciante — bastaria para encontrar uma violação daquela cláusula geral⁵¹⁶. Sendo esse o caso, o negócio transmissivo seria nulo, e o terceiro obrigado a restituir ao fiduciante o bem fiduciário⁵¹⁷.

Em linha com posições difundidas no ordenamento alemão, LUPOI propôs a aplicação analógica aos casos de abuso de vínculo fiduciário do art. 1394 *codice*, que regula o conflito de interesses nas situações de representação voluntária⁵¹⁸; afinal, estar-se-ia em ambos os casos perante *atuções colaborativas* por conta de outrem⁵¹⁹. Assim sendo, tal como no abuso de representação — resultante de um conflito entre um interesse próprio e um outro do representado —, também a alienação do bem fiduciário em violação do *pactum fiduciae*

⁵¹¹ Em concreto, estão em causa as duas normas vertidas no art. 41 CO, e que, em síntese, fazem depender a responsabilidade por danos causados a outrem ou da violação ilícita de uma norma de proteção (n.º 1) ou de uma conduta contrária à moral e bons costumes, o que sucederá designadamente quando tal conduta tenha como propósito prejudicar um terceiro (n.º 2).

⁵¹² NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 72; WÄLLI, *Das reine fiduziarische Treuhand*, p. 67; REYMOND, *Essai*, p. 51. Está ausente no ordenamento suíço a discussão, que tanto na Alemanha como em Itália envolveu doutrina e tribunais, em torno da possibilidade de aplicação analógica das regras do abuso de representação. Para uma análise sintética do problema, recusando ser esta uma via de solução, NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, pp. 74 ss.

⁵¹³ Que está também presente, como se viu, no ordenamento alemão (cf. §3.1).

⁵¹⁴ Cf. ROSSIER, “Etude comparée”, p. 893.

⁵¹⁵ GAUTSCHI, “Causa”, pp. 246 ss.; KÜPFER, “Treuänderische Unternehmensbeteiligung”, p. 52; WÄLLI, *Das reine fiduziarische Treuhand*, p. 67.

⁵¹⁶ Cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 426 ss.; NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, pp. 76 ss., que assim procura aplicar ao art. 41.2 CO a tendência sentida no direito germânico de *aligeirar* o juízo necessário para concluir que determinada conduta deve ser qualificada como *sittenwidrig* (id., p. 78).

⁵¹⁷ Cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 427.

⁵¹⁸ LUPOI, *Trusts*, pp. 611 ss., no que é seguido por GUARNERI, “Atti di disposizione”, p. 118. Contra, NERI, *Il trust*, pp. 361 ss. No original: art. 1394 — *Il contratto concluso dal rappresentante in conflitto d'interessi col rappresentato può essere annullato su domanda del rappresentato, se il conflitto è conosciuto o riconoscibile*.

⁵¹⁹ Nestes termos, NERI, *Il trust*, pp. 362-363. Rejeita uma absoluta equiparação funcional das duas figuras, DI ROSA, “Rappresentanza e gestione”, p. 229.

configuraria um desvio da conduta do fiduciário face ao escopo dos poderes conferidos, desvio esse que, de forma coerente com o sistema e dentro dos pressupostos estabelecidos, justificaria a anulação do ato translativo⁵²⁰. Requisito desta anulação seria que o terceiro adquirente conhecesse ou devesse conhecer que o negócio colidia com o interesse contratualmente tutelado do fiduciante, bastando um padrão de mera cognoscibilidade, bem menos exigente do que o juízo necessário para o recurso à cláusula dos bons costumes⁵²¹.

Não sendo a profundidade da discussão no direito italiano comparável com a que existe no direito alemão, alguns autores pronunciaram-se já contrários a esta via de tutela da posição do fiduciante, assinalando a distinção estrutural entre representação direta e indireta (contando, dentro desta, com o negócio fiduciário)⁵²². É, em particular, aflorada uma linha de argumentação⁵²³ que aponta a inexistência de uma relação direta entre fiduciante e terceiro adquirente — em virtude de uma atuação em nome próprio por parte do fiduciário —, por oposição ao que sucede na representação direta, em que a projeção imediata dos efeitos do negócio jurídico concluído pelo representante na esfera do representado implica a criação de uma ligação, mesmo que apenas virtual, entre este e o terceiro adquirente⁵²⁴. Radicando a *ratio* desta disciplina precisamente na circunstância de o terceiro (adquirente) saber que o sujeito com quem contrata o faz na qualidade de representante de outrem, na esfera jurídica de quem os efeitos se produzirão, não faria

⁵²⁰ Cf. LUPOI, *Trusts*, p. 611, seguido por GUARNERI, “Atti di disposizione”, p. 119. Ainda no domínio dos meios de defesa de fonte contratual, LUPOI, *Trusts*, p. 614 e *Istituzioni*, p. 297, sugere ainda uma outra alternativa, que seria o recurso à ação revogatória (cf. 2901 *codice*), que permite a um credor procurar, em determinadas circunstâncias e quando tal implique prejuízo para a sua esfera, a declaração de ineficácia de atos de disposição levados a cabo por um seu devedor. Isto permitiria ao fiduciante procurar tornar ineficaz a disposição em violação do *pactum fiduciae*, com o fundamento de que o bem fiduciário assim alienado constituía a garantia de que o escopo fiduciário seria efetivamente prosseguido (*id.*, p. 614). Sobre o tema, a análise aprofundada de NERI, *Il trust*, pp. 393 ss. e pp. 411 ss., que conclui genericamente no sentido da admissibilidade deste meio de tutela do fiduciante, certamente mais eficaz nos casos de disposições gratuitas, mas ainda assim possível de operar quando o terceiro haja adquirido o bem fiduciário também a título oneroso.

⁵²¹ LUPOI, *Trusts*, pp. 611-612, que nota ainda que esta tutela se estende, por via da aplicação do art. 1445 *codice*, às disposições subsequentes por parte do terceiro, sempre que os adquirentes a título oneroso não estejam de boa fé.

⁵²² Cf. NERI, “Il problema della tutela”, pp. 57 ss., e *Il trust*, pp. 361 ss.; RICCA, “Oggetto del trust”, p. 106.

⁵²³ Próxima da de CANARIS na refutação desta via de tutela do *Treugeber* — cf. §3.1.

⁵²⁴ RICCA, “Oggetto del trust”, p. 106, nota que esta disciplina não é extensível ao mandato sem representação, figura da qual a fidúcia seria já próxima, não podendo uma situação de conflito de interesses entre mandatário e mandante justificar a anulação de um negócio dispositivo “pela simples mas decisiva razão da inconfigurabilidade de relação entre mandante e terceiro”. Também NERI, *Il trust*, p. 375. Além disso, nota esta autora, as externalidades reconhecidas pontualmente à posição do mandante — e, por extensão, do fiduciante — não chegariam para uma assimilação total ao fenómeno da representação direta, que habilitasse a proposta aplicação analógica do regime do anulação por conflito de interesses (*id.*, p. 386).

sentido estender essa mesma disciplina a casos em que falta em absoluto essa *Sonderbindung*^{525/526}.

IV. Em suma, também este breve percurso pelos direitos italiano e suíço mostra ser precipitada (no mínimo) a conclusão de que os ordenamentos continentais não dispõem de instrumentos aptos a assegurar algum grau de tutela da posição do fiduciante no confronto com terceiros. O que é também de assinalar, pelo menos no diz respeito ao problema da oponibilidade do vínculo fiduciário aos credores gerais do fiduciário, é que esses instrumentos residem afinal bem no cerne do sistema de direito privado, em tipos contratuais estruturantes e de inequívoca vocação expansiva. Mais um dado a reter — que será recuperado na síntese com que terminará esta incursão comparativa —, e a ter presente quando se iniciar o estudo desta problemática no direito português.

3.3 O *trust* e terceiros no direito inglês: a oponibilidade externa do *equitable title* e o debate em torno da sua natureza jurídica

I. A oponibilidade da posição jurídica do *beneficial owner* de um *trust* fora da relação com o *trustee* constitui um dado normativo de inequívoco alcance no direito inglês⁵²⁷; verificados os pressupostos de que depende a constituição do *trust*⁵²⁸, o *equitable interest* do

⁵²⁵ ASSIM, NERI, *Il trust*, pp. 388 ss.

⁵²⁶ Uma nota final para indicar que, entre os autores suíços, a possibilidade de a tutela do fiduciante se atingir, nestes casos de disposição ilícita como também na insolvência do fiduciário, mediante a aposição no *pactum fiduciae* de uma condição resolutiva não é pacífica; uma síntese breve do atual estado da discussão pode encontrar-se em DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 427 ss.; FÖEX, *Le «numerus clausus»*, pp. 176 ss.; ROSSIER, “Etude comparée”, p. 893; para o direito italiano, JAEGER, *La separazione*, pp. 382 ss. Não estaria em causa a validade de uma tal cláusula contratual, mas sim a sua vocação de oponibilidade a terceiros; rejeitando uma tal eficácia externa, cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 427; FÖEX, *Le «numerus clausus»*, p. 176 ss. Na base destas dúvidas está a ideia de que os casos de propriedade condicionada previstos na lei constituiriam exceções, não sendo permitida livremente a constituição de direitos de propriedade sujeitos a condição (cf. FÖEX, *Le «numerus clausus»*, p. 176). A liberdade de estipulação encontraria o seu limite nos direitos reais (cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 428), pelo que a aposição de uma tal condição resolutiva produziria apenas efeitos entre fiduciante e fiduciário (cf. GAUTSCHI, “Causa”, p. 247). A admissão de eficácia externa de uma propriedade condicionada, que, por ser de fonte contratual, poderia revestir as mais diversas formas e graus — ainda por cima não sujeita a qualquer tipo de publicidade — consubstanciaria uma limitação inadmissível do conteúdo do direito de propriedade do fiduciário, para além de colocar em crise a segurança do tráfego (cf. NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 65).

⁵²⁷ Em sentido próximo, GRUNDMANN, “Trust and Treuhand”, p. 404.

⁵²⁸ Cf. §1.2.

beneficiary é oponível aos credores gerais do fiduciário (e *legal owner*) do acervo patrimonial que constitui aquele *trust*, tanto numa situação de insolvência⁵²⁹, como num cenário de execução singular⁵³⁰. Além disso, e em concretização de um princípio mais amplo — resultante da já aludida capacidade combinatória das regras de *common law* e *equity* —, segundo o qual o *património expropriável* de um devedor não integra bens de que ele não seja o efetivo titular⁵³¹, o direito inglês conhece ainda mecanismos destinados a prevenir desvios da propriedade objeto do *trust*⁵³². Ao contrário do que sucede no direito germânico, onde a proteção do *Treugeber* sai debilitada quando os bens que originariamente constituíam o património fiduciário hajam sido substituídos por outros — em resultado do aludido princípio da *Surrogationsverbot* —, o direito inglês garante ao *cestui que trust*, também nestes casos, uma tutela efetiva, sendo o seu *equitable interest* projetado sobre novos bens que acresçam ao *trust estate*⁵³³.

Em suma, a articulação dos comandos de *common law* e de *equity* conduziu à distinção entre os bens que, em geral, integram (*at law*) o património de determinado sujeito e aqueles outros, de âmbito mais limitado, que não servem o interesse idiossincrático do *legal owner* e sobre os quais este não dispõe de poderes discricionários de fruição e

⁵²⁹ Cf., por exemplo, ANDERSON, “The Treatment of Trust Assets”, pp. 171-172; MCCORMACK, *Proprietary Claims*, p. 2 e p. 7; MICHELER, *Property in Securities*, p. 35. FLETCHER, *Insolvency*, pp. 61-62, nota que, na insolvência do *trustee*, os bens que integrem o seu património se encontram “*subject to all equities*”, que incluem um *equitable interest* constituído antes da situação de insolvência. WALTERS, “Preferences”, p. 143, reconhece igualmente a prioridade do titular do *equitable interest* sobre os demais credores falimentares.

⁵³⁰ Cf. OAKLEY/Parker/Mellows, *The Modern Law of Trusts*, pp. 315-316; L. SMITH, “Trust and Patrimony”, p. 16 ss.; THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 265; HUDSON, *Equity*, p. 54; num prisma juscomparativo, GRUNDMANN, “Trust and Treuhand”, p. 404.

⁵³¹ Por todos, ANDERSON, “The Treatment of Trust Assets”, p. 171. GOODE, “Ownership”, p. 435, nota ainda que, num contexto de insolvência, a determinação da *ownership* sobre um bem incluído na esfera do insolvente, de que depende a inclusão desse bem na massa insolvente, segue as regras de *common law* e *equity* que, para os mesmos efeitos, são válidas fora do contexto da insolvência.

⁵³² Cf. THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 1015. O direito inglês habilita o *beneficial owner* a proteger o património sobre o qual recai o seu *equitable title*, impedindo o *trustee*, designadamente por via de injunção judicial, de praticar atos suscetíveis de lesar o seu interesse ou que de qualquer outro modo extravasem o âmbito dos poderes do *trustee*. Acrescem ainda os direitos *in personam* reconhecidos ao fiduciante, relevantes em caso de violação do acordo de constituição do *trust* e que podem, por exemplo, incluir pretensões de restituição ou de pagamento de indemnizações por violação de obrigações assumidas (cf. *id.*, p. 33).

⁵³³ Cf. HAYTON/UNDERHILL, *Law Relating to Trusts and Trustees*, p. 241 e p. 560. Salientando esta divergência entre os direitos alemão e inglês, SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 75. Na base desta solução do direito inglês está a chamada *trust fund theory* (por todos, MAITLAND, *Equity*, p. 218), que acentua a irrelevância e fungibilidade dos bens que, a cada momento, constituem o acervo fiduciário, uma vez que é a sua especial afetação finalística que na realidade os caracteriza; daí que, excluindo uma visão atomística do direito reconhecido ao beneficiário, este não se refira exclusivamente aos bens originários, mas à massa, de composição dinâmica, que se encontra afeta à prossecução dos seus interesses (JAEGER, *La separazione*, p. 213).

disposição⁵³⁴. E, assim sendo, só responderão pelas dívidas de um sujeito — em concreto, do *trustee* — aqueles bens de que ele seja, para além de *legal owner*, também *beneficial owner*⁵³⁵. Tal não sucede no *trust*, uma vez que ao *trustee* falta um *beneficial interest* sobre o património do *trust*⁵³⁶. Subjacente a esta solução normativa está a ideia, que se manifesta noutros institutos⁵³⁷, segundo a qual os credores gerais do fiduciário não poderão

⁵³⁴ Em sentido próximo, na nossa doutrina, veja-se PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, p. 517, nota 1435. O peculiar pano de fundo dogmático em que se fundamenta esta conclusão, difícil de reconciliar com a dogmática civilista dos direitos continentais, torna dispensável um tratamento abrangente deste regime de oponibilidade da posição do *beneficial owner* aos credores gerais do *trustee*. Justifica-se porém uma nota especial respeitante à proteção do fiduciante nos casos em que o património fiduciário integre bens fungíveis, até para enquadrar um tema que mais adiante será analisado a respeito da *titularidade indireta* de valores mobiliários no direito inglês. Do que se trata é, nestes casos, aferir os requisitos de que depende a verificação da chamada certeza de objeto, um dos pressupostos da constituição de um *express trust*. Para este problema, enunciado de forma muito clara por GOODE, “Ownership”, pp. 447 ss., e WORTHINGTON, “Sorting out”, pp. 1 ss., contrapõem-se dois entendimentos: de um lado, a conceção tradicional que, rejeitando implicitamente a adoção de um critério distinto para os bens intangíveis, mantém que um *trust* poderá apenas ser constituído quando o seu objeto for claramente segregado no património do *trustee*. Não basta, por isso, a possibilidade de selecionar, de entre a totalidade dos bens (fungíveis) de que o *trustee* é titular, aqueles que devem integrar o *trust*. A base deste entendimento é, na jurisprudência, o caso *Re London Wine Company, (Shippers) Ltd [1986] PCC 121* (cf. PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 48). O entendimento oposto encontra o seu fundamento legal na decisão *Hunter v. Moss [1993] 1 WLR 934* (cf. PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, pp. 48-49). Em síntese, o caráter inovador desta decisão residuiu na conclusão de que o requisito da certeza de objeto não seria afinal aplicável a bens intangíveis (e plenamente fungíveis). Tendo sido posteriormente seguido noutras decisões jurisprudenciais, este caso serviu como fundamento de uma corrente doutrinária que pretendeu *aliviar* o requisito da certeza de objeto quando em causa estejam bens intangíveis. A verdade é que este entendimento está longe de merecer um consenso. Alguns autores, para além de assinalarem a insuficiente argumentação aduzida na decisão de *Hunter v. Moss*, apontam para a ausência de fundamento de uma tal distinção no direito dos *trusts* (cf., por exemplo, HAYTON, *Trusts and Trustees*, p. 152, e “Uncertainty”, pp. 335 ss.; *The Law of Trusts*, p. 89; WORTHINGTON, “Sorting out”, pp. 14 ss.). Esta hesitação é patente nalgumas decisões jurisprudenciais posteriores a *Hunter v. Moss*. O tema será retomado adiante, a respeito da constituição de um vínculo fiduciário nas situações de titularidade indireta de valores mobiliários — cf. §8.1.

⁵³⁵ Notando que a perda da *trust property* não constitui uma *loss* do *trustee*, RUDDEN, “Things as things”, p. 82. Em sentido próprio, GOODE, “Ownership”, pp. 439-440, nota que por detrás da relevância jurídica do *equitable interest* está, muito simplesmente, a ideia de que o bem fiduciário, em nenhum caso, pertenceu economicamente ao *trustee*, pelo que corresponderia a uma situação de enriquecimento injusto permitir que ele (ou indiretamente os seus credores gerais) tivessem acesso a esse bem.

⁵³⁶ Cf. HUDSON, *Equity*, p. 49. O *equitable interest* não é por regra sujeito a registo, não sendo por isso *aparente* para os credores gerais do fiduciário (GOODE, “Ownership”, p. 439).

⁵³⁷ Isso mesmo sucede, por exemplo, a respeito do exercício da compensação de créditos objeto de relações fiduciárias, onde vigora predominantemente uma regra de *reciprocidade material* (cf. WOOD, *Title Finance*, p. 125), relevando para a sua aferição a *beneficial ownership* dos créditos a compensar e não a mera *legal ownership* (cf. DERHAM, *The Law of Set-Off*, pp. 447 ss., e GOODE, *Commercial Law*, pp. 671 ss.) ou, sequer, o direito de peticionar em juízo os créditos em questão (cf. WOOD, *English and International Set-Off*, pp. 775-776 — lembre-se que, essencialmente por razões históricas, o instituto da compensação de créditos é ainda hoje identificado como uma defesa processual, invocável em juízo e não constituindo, por norma, um *self-help remedy* (cf. WOOD, *English and International Set-Off*, p. 8; ZIMMERMANN, *Comparative Foundations*, pp. 26 ss.), sem prejuízo de ser cada vez mais notada, em particular no domínio da *set-off in equity*, uma tendência, convergente com os modelos continentais, de “*substancialização*” da figura da compensação (cf. MENEZES CORDEIRO, *Da Compensação*, p. 57). Impõe-se, em suma, também neste domínio, um «*levantamento*» da titularidade formal do ativo a favor da entidade que dele beneficia materialmente ou, nas palavras de WOOD, um “*see-through to the real party in interest*”, *English and International Set-Off*, p. 776, e *Title Finance*, p. 125. E isto quer para a *set-off in equity*, quer mesmo para a *set-off at law* (sobre esta dualidade de regimes, cf. DERHAM, *The Law of Set-Off*, pp. 1 ss.; GOODE, *Commercial Law*, p. 671; WOOD, *English and International Set-Off*, pp. 9 ss.; na doutrina portuguesa,

estabelecer com os bens em questão um nexó distinto daquele que era reconhecido ao seu titular (formal), enquanto *trustee*⁵³⁸.

II. Um nível de proteção semelhante é assegurado ao fiduciante no confronto com terceiros que hajam adquirido direitos incompatíveis sobre o bem fiduciário, em resultado de negócio jurídico — alienatório ou de oneração — celebrado pelo *trustee* em violação do *pactum fiduciae*. É nesses casos reconhecida oponibilidade externa ao *equitable interest* de que é titular o *beneficial owner*, exceto quando os terceiros tenham atuado de boa fé e adquirido a título oneroso⁵³⁹. De forma paralela com o que se passa na insolvência do fiduciário, um ato dispositivo pelo *trustee*, válido segundo o *common law* — e, nessa medida, tendo por efeito a transmissão, *at law* também, do bem fiduciário para fora da sua esfera jurídica — é escrutinado à luz dos comandos de *equity* e pode ver os seus efeitos postergados. Em concreto, esta tutela manifesta-se na possibilidade de o fiduciante, para

para um breve enquadramento histórico do desenvolvimento da compensação no direito inglês, MENEZES CORDEIRO, *Da Compensação*, pp. 55 ss.). Relevando, para a aferição da existência de *mutuality*, a titularidade económica dos créditos a extinguir por compensação, estará vedada a compensação na esfera de um *trustee* se, para o efeito, for usado um crédito (ativo ou passivo) do *beneficial owner* (para uma listagem extensa de casos ilustrativos desta regra, cf. WOOD, *English and International Set-Off*, pp. 1050 ss.). Significa isto que, por regra, a tutela que o fiduciante encontra na insolvência do fiduciário e nas situações de disposição do bem fiduciário em violação do *pactum fiduciae* encontra paralelo no regime da compensação de créditos, em função da articulação e combinação das regras da *set-off at law* e da *set-off in equity*: da mesma maneira que os credores gerais do *trustee* não podem ter acesso a um crédito de que este seja (apenas) *legal owner*, também não poderão extinguí-lo por compensação usando para o efeito um contra-crédito sobre o fiduciário. Paralelamente, é vedado o exercício da compensação ao *trustee* quando este pretenda usar um crédito de que é titular em regime fiduciário para fazer extinguir uma sua dívida pessoal. Tal como sucede no direito alemão, este entendimento da reciprocidade enquanto *requisito material* não serve apenas para restringir o âmbito da compensação. Pelo contrário: uma parte demandada em juízo por um *trustee* para recuperação de um determinado crédito, e que seja, simultaneamente, credora do beneficiário daquele *trust* poderá procurar extinguir, por compensação com esse seu crédito, a dívida peticionada em juízo, ainda que não se verificasse uma efetiva *reciprocidade legal* ou *formal* (WOOD, *English and International Set-Off*, p. 778). E o inverso pode também suceder: se um credor intentar uma ação contra um seu devedor para reclamar um crédito, poderá a parte demandada invocar a compensação usando para o efeito um crédito sobre a demandante de que seja *beneficial owner* — ainda que, por não ser titular do crédito — que pertencerá formalmente a um *trustee* — não pudesse, por si só, intentar uma ação judicial para exigir tal crédito (WOOD, *English and International Set-Off*, p. 1088).

⁵³⁸ Cf. MCCORMACK, *Proprietary Claims*, p. 7; HAYTON/UNDERHILL, *Law Relating to Trusts and Trustees*, p. 562. Inversamente, é também aceite que os *trust creditors* — i.e., em traços simplificados, aqueles credores que contrataram com o *trustee* enquanto tal — beneficiam de um direito prioritário de acesso ao acervo fiduciário (assim, por exemplo, D. HAYTON, “Trading Trusts”, p. 511 ss.; também MITCHELL/WATTERSON, *Subrogation*, p. 435).

⁵³⁹ Os chamados “*Equity darlings*” ou “*bona fide purchasers of legal estate for value without notice*” — cf. HUDSON, *Equity*, pp. 149, 515 e 836. MICHELER, *Property in Securities*, p. 34; GRUNDMANN, “Trust and Treuhand”, p. 404. Mesmo neste caso em que os comandos de *equity* permitem ao terceiro adquirir validamente a propriedade do bem fiduciário, por não ser já possível a emissão de um juízo moral negativo relativo à sua conduta (GAMBARO, “Trusts”, p. 456), a projeção do *equitable interest* reconhecido ao fiduciante transfere-se para o produto da disposição fraudulenta levada a cabo pelo fiduciário (HUDSON, *Equity*, p. 149, que como outros identifica o caso *Westdeutsche Landesbank Girozentrale v. Islington*, [1996] AC 669 como o atual *leading case* neste domínio).

além dos direitos diretamente oponíveis ao fiduciário, poder exigir do terceiro a restituição dos bens adquiridos, ou de outros bens que, no património desse terceiro, tenham acrescido ao acervo fiduciário original ou o tenham substituído⁵⁴⁰. Para que o terceiro adquirente esteja de boa fé, parece bastar a mera ignorância da posição do *beneficiary* e, portanto, o desconhecimento de que a aquisição dos bens em questão é feita em violação dos direitos que lhe são inerentes⁵⁴¹. Já não merecerá tutela, ao invés, o terceiro que adquira o bem fiduciário sabendo que o alienante não é o respetivo *beneficial owner*, mesmo que não tenha induzido a transação⁵⁴². É aceite, em suma, um padrão de mero conhecimento⁵⁴³.

⁵⁴⁰ Na verdade, o direito inglês estende a tutela do fiduciante mesmo a bens que não se encontravam (originariamente) abrangidos pelo seu *equitable interest*, permitindo-lhe, por exemplo, invocar uma *proprietary claim* relativamente a juros ou dividendos que entretanto se tenham vencido, ou, simplesmente, ao dinheiro resultante da respetiva alienação (cf. THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 779). Em traços muito gerais, esta oponibilidade a terceiros que, em violação do *equitable title*, hajam adquirido um direito incompatível sobre o objeto do *trust*, concretiza-se essencialmente por recurso aos institutos do *following* e do *tracing*, que permitem ao *beneficial owner* identificar no património de terceiros ou do próprio *trustee* os bens sobre os quais recai o seu *equitable title*, os seus frutos e/ou substitutos e, subsequentemente, efetivar sobre esses bens os seus direitos *in rem* (THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 1072). Trata-se de institutos flexíveis nos seus fins, que atuam quer ao abrigo do *common law*, quer também dos princípios de *equity*, neste último caso particularmente quando não seja já possível identificar os bens originais, ou quando estes se encontrem misturados com outros. Em síntese, e correndo algum risco de simplificação, o *tracing* — que é na sua essência um processo judicial, e não um direito ou um *remedy* (cf. SMITH, *The Law of Tracing*, p. 11) —, permite recuperar a titularidade de direitos que, por qualquer razão, tenham sido transferidos para a esfera de terceiros, atuando em três níveis distintos (HUDSON, *Equity*, p. 778). Através das designadas *following claims*, o instituto permite identificar os bens específicos que eram objeto do *equitable title* e, com isso, obter, entre outras proteções, a respetiva *specific restitution* (THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 1072 e pp. 1079 ss.). Em segundo lugar, o *tracing* permite ao *beneficial owner* recuperar bens que tenham substituído o acervo sobre o qual recaía o *equitable title*, ou bens que a ele tenham acrescido (SMITH, *The Law of Tracing*, p. 15; THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 1075). Um exemplo do primeiro caso corresponderá ao *tracing* do dinheiro resultante da venda dos valores mobiliários objeto do *trust* (os chamados *traceable proceeds*), e do segundo a identificação, e respetiva entrega ao *beneficial owner*, dos dividendos ou juros relativos aos mesmos valores mobiliários. Em terceiro lugar, o *tracing* permite identificar os bens sobre os quais recai o seu *equitable interest* mesmo quando estes se encontrem misturados com outros no património do seu titular (formal). Neste caso, na eventualidade de não ser possível a identificação (e respetiva restituição) dos bens originais, o *beneficial owner* poderá exercer o seu direito sobre bens que tenham sido adquiridos por intermédio do uso daqueles (THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 1075).

⁵⁴¹ MCCORMACK, *Proprietary Claims*, pp. 213-214; HUDSON, *Equity*, p. 836 e p. 920, aceitando que esta solução constitui uma exceção ao princípio *nemo dat quod non habet*, vigente no direito inglês.

⁵⁴² De qualquer forma, mesmo quando não possa atuar contra o adquirente e, com isso, recuperar os valores mobiliários, o *beneficial owner* poderá sempre exercer os seus direitos relativamente ao produto da venda. Isto porque, como regra, o *equitable interest* se estende aos chamados *traceable proceeds* — SMITH, “Case 6: Tracing”, pp. 376-377.

⁵⁴³ Ainda que sujeito a particulares exigências. Assim, releva tanto o *actual notice*, que corresponde ao conhecimento efetivo de determinados factos — no caso, o *equitable interest* dos beneficiários do negócio fiduciário em questão —; como o *constructive notice*, que corresponde a factos que, sendo desconhecidos, não o seriam caso o sujeito tivesse atuado com diligência e razoabilidade na investigação da situação. Além disso, releva também o chamado *imputed notice*, quando há recurso a agentes e estes têm conhecimento do vínculo criado ao abrigo da *Equity* — cf. MCCORMACK, *Proprietary Claims*, pp. 214-215.

III. Sendo indisputável esta oponibilidade externa do *equitable interest*, a verdade é que a sua qualificação jurídica permanece, ainda hoje — e ao contrário do que seria de supor dado o papel central que a dicotomia entre *common law* e *equity* desempenha no ordenamento jurídico inglês —, envolta numa acesa discussão doutrinária⁵⁴⁴, enquadrada, de resto, no debate mais amplo em torno da atual relevância e autonomia dos comandos de *equity*⁵⁴⁵. Mesmo quando o regime de direito positivo se encontra relativamente estabilizado na literatura e é objeto de uma aplicação consistente pelos tribunais⁵⁴⁶, não é já pacífica a caracterização da *legal nature* da posição do beneficiário de um *trust*⁵⁴⁷. Conforme anunciado, interessa percorrer sumariamente os contornos desta discussão, porque ela aponta algumas pistas que, num prisma juscomparativo, merecem ser assinaladas.

Segundo o entendimento tradicional, a qualificação do *equitable interest* como um direito estritamente real (*proprietary right*) esbarraria na ausência de oponibilidade absoluta da posição do *beneficial owner*, resultante da assinalada prevalência dos *bona fide purchasers for value*; o *equitable interest* reconhecido ao fiduciante teria, por isso, de ser reconduzido à categoria dos direitos *in personam*⁵⁴⁸. Do lado oposto, entendem outros autores que a posição jurídica em que o fiduciante se encontra investido consubstanciaria um efetivo direito real sobre os bens objeto do *trust*, fruto da sua oponibilidade não apenas ao devedor do *equitable interest*, o fiduciário, mas também a terceiros, designadamente credores gerais do *trustee* e adquirentes de má fé. Alega-se que a qualificação do direito do beneficiário como puramente *in personam* seria inadequada para fundamentar os regimes de institutos como o *following*, cujo alcance normativo implicaria sempre o reconhecimento

⁵⁴⁴ MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, p. 17; NOLAN, *Equitable Property*, p. 232. Uma síntese deste debate pode encontrar-se em WATERS, “The Nature”, pp. 219 ss., e, mais recentemente, em PENNER, *The Idea of Property*, pp. 133 ss. Notando, num prisma juscomparativo, que a qualificação do *equitable interest* como um verdadeiro *right in rem* permanece controversa, GRUNDMANN, “Trust and Treuhand”, p. 404, nota 14.

⁵⁴⁵ Assinalando uma progressiva fusão entre aqueles universos normativos, MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, pp. 20 ss.

⁵⁴⁶ Notando esta divergência entre a *teoria* e a *prática*, JAEGER, *La separazione*, p. 182.

⁵⁴⁷ Assinala isso mesmo, em termos inequívocos, PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 81. Fazendo referência a esta controvérsia, JAEGER, *La separazione*, p. 180, e MICHELER, *Property in Securities*, pp. 36 ss.

⁵⁴⁸ É essa a posição clássica de MAITLAND, *Equity*, pp. 106 ss., seguido por exemplo por STONE, “The Nature”, pp. 467 ss., e que constituiu, durante boa parte do século XX, o entendimento mais popular (cf. WATERS, “The Nature”, p. 226). Acresce que uma tal qualificação resultaria de uma correta consideração da origem histórica do *trust* e do instituto seu antecessor — os *uses* —, uma vez que, originariamente, a tutela do beneficiário dependia sempre de uma ação intentada exclusivamente contra o fiduciário, ainda que os seus efeitos se pudessem depois repercutir na esfera de terceiros; assim, MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, pp. 17-18; e PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 82. Refira-se, de qualquer modo, que um tal direito pessoal seria, ainda assim, independente daquele outro — inequivocamente *in personam* e assim aceite de forma unânime — que permite ao *beneficial owner* exigir ao *trustee* que cumpra os termos do *trust* e, em caso de incumprimento, formular uma pretensão indemnizatória pelos danos sofridos (HUDSON, *Equity*, p. 54 e p. 173).

do exercício de um direito *in rem*⁵⁴⁹. É também a partir de uma valorização de uma suposta *proprietary nature* da posição do fiduciante que o *trust* é habitualmente descrito na literatura juscomparativa⁵⁵⁰.

Entre uns e outros, emergiu na literatura mais recente um entendimento intermédio: recusando uma qualificação puramente *pessoal*, precisamente porque se verifica a oponibilidade *erga omnes* quase absoluta da posição jurídica do fiduciante, este entendimento *de compromisso*⁵⁵¹ assinala uma natureza híbrida ou *sui generis* do *equitable interest*, não passível de recondução à tradicional dicotomia que opõe direitos reais e direitos obrigacionais⁵⁵². Não é ignorada a projeção externa do *equitable interest*, que impediria a sua qualificação como um direito puramente pessoal; contudo, a inequívoca diferença entre a posição do *legal owner* — que no direito inglês não se encontra sujeito a perder o seu direito para um terceiro de boa fé⁵⁵³ — e aquela em que se encontra o *beneficial owner*, impediria a mera subsunção do *equitable interest* à categoria dos direitos *in rem*⁵⁵⁴. A isto acresce que a oponibilidade quase plena do *equitable interest* não apaga a sua

⁵⁴⁹ Historicamente, a divergência clássica com a posição de MAITLAND foi protagonizada por SCOTT, “The Nature”, pp. 269 ss., que identificava o *beneficiary* como efetivo proprietário do património fiduciário, titular de um direito oponível a uma classe indeterminada de sujeitos, atuando o *trustee* como um mero “*buffer entre o beneficiary e o resto do mundo*” (na síntese de WATERS, “The Nature”, p. 221), para o exercício de apenas algumas faculdade, sem que, porém, isso afetasse a natureza *in rem* do *equitable interest*.

⁵⁵⁰ Exemplo eloquente disso é a definição do instituto proposta por W. FRATCHER, na *International Encyclopedia of Comparative Law*, que transcrevo: “*The trust is a legal device developed in England whereby ownership of property is split between a person known as a trustee, who has the rights and powers of an owner, and a beneficiary, for whose exclusive benefit the trustee is bound to use those rights and powers*”. Também numa perspectiva de direito comparado, qualificando como *proprietary* o direito de que é titular o beneficiário de um *trust*, VAN ERP, *Comparative Property Law*, pp. 1059-1060.

⁵⁵¹ PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 83.

⁵⁵² Assim, NOLAN, *Equitable Property*, pp. 232 ss.; PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, pp. 81 ss.; HAYTON, *Trusts and Trustees*, pp. 24 ss.; ou WATERS, “The Nature”, pp. 225 ss. É também a posição assumida em MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, pp. 19-20, que chama a atenção para a “*peculiarity of ownership under the English law of trusts*”. Subjacente estaria a ideia de que esta dicotomia clássica, primeiro sugerida no direito inglês por AUSTIN, não implicaria a existência de duas categorias mutuamente exclusivas, dentro das quais qualquer direito subjetivo deveria caber, e portanto que alguns institutos, pela sua complexidade intrínseca, implicam a coexistência numa mesma posição subjetiva de componentes de *iura in rem* e de *iura in personam* — MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, pp. 17 ss. Na literatura germânica que se debruçou sobre o *trust*, a dificuldade em assumir uma qualificação clara a respeito da natureza jurídica do direito reconhecido ao *cestui que trust* é bem patente, por exemplo, em ASSFALG, *Behandlung*, p. 14, e SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 97.

⁵⁵³ Esta é uma diferença de estatuto entre o *legal owner* do direito inglês e o proprietário dos direitos continentais, uma vez que, *at law*, o proprietário não está sujeito à eliminação do seu direito em benefício de terceiros, algo que pode só acontecer com a entrada em cena dos comandos de *equity* (MICHELER, *Property in Securities*, p. 37).

⁵⁵⁴ É certamente isso que está na base da aparente hesitação manifestada por THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 33 e p. 175, que, sem prejuízo de se referirem por diversas vezes ao *equitable interest* como um *property right*, acabam por considerar aquele direito um *hybrid right*.

origem na *equity* e, portanto, a sua natureza eminentemente *pessoal*⁵⁵⁵, atuando ao nível da consciência dos sujeitos⁵⁵⁶. Não estaria em causa uma vocação de oponibilidade *erga omnes* intrínseca, equiparável ao *jus sequelae* dos direitos reais, mas tão só o reconhecimento de tutela do beneficiário perante terceiros que, conhecendo (ou devendo conhecer) o vínculo fiduciário, aceitassem adquirir um direito sobre o bem fiduciário, passando-lhes também a ser oponível o direito *in personam* que vinculava originalmente o *trustee* à prossecução do interesse daquele *beneficiary*⁵⁵⁷. O direito do fiduciante seria, por isso, algo mais do que um direito de crédito, mas algo menos do que um direito real; seria um direito *sui generis*, não suscetível de recondução a uma dicotomia manifestamente inadequada para o abarcar⁵⁵⁸.

Interessa detalhar esta abordagem híbrida ao *equitable interest* do fiduciante⁵⁵⁹. Dizem estes autores que uma identificação absoluta da *property in equity* com um típico

⁵⁵⁵ Cf. MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, p. 18. Subjacente a este entendimento está ainda, como bem nota PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos*, p. 238, nota 658, a rejeição por parte destes autores da ideia de que o que separa os direitos *in rem* e os direitos *in personam* é, exclusivamente, a sua oponibilidade a terceiros. Ao invés, para a qualificação do *equitable interest* atenta-se, antes ainda da aferição de uma eventual possibilidade de externalidade, à caracterização estrutural de um e outro tipo de posições subjetivas e ao modo como estas permitem a fruição pelo titular do respetivo objeto. Quando isso se faz, salta à vista a natureza *in personam* do vínculo fiduciário que une *beneficiary* e *trustee*, uma vez que é através deste (*rectius*, de uma atuação ou prestação deste) que o primeiro tem acesso ao património fiduciário.

⁵⁵⁶ Cf. THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 174. Esta perspetiva do *trust* enquanto instrumento suportado nos princípios de *equity* e que encontra o seu fundamento num escrutínio da consciência do *trustee* — e portanto num exame ou juízo de valor sobre um determinado comportamento subjetivo —, foi confirmado no importante caso *Westdeutsche Landesbank v. Islington LBC* [1996] AC 669 (cf. HUDSON, *Equity*, p. 7), que de resto contrariou uma tendência doutrinal, defendida nomeadamente por PETER BIRKS, *Unjust Enrichment*, que vê num invocado princípio de enriquecimento injusto o fundamento de validade e eficácia do *trust* no direito inglês.

⁵⁵⁷ Assim, PENNER, *The Idea of Property in Law*, p. 137, que nota a este respeito que a melhor formulação da regra — bem conhecida — da oponibilidade do *equitable interest* a terceiros, e aquela que melhor respeitaria a sua origem histórica, não é a de anunciar uma oponibilidade em geral, *exceto* face aos *bona fide purchasers for value*, mas antes, invertendo a lógica e adotando uma perspetiva menos abrangente, a de considerar que o *equitable interest* é oponível apenas ao *trustee* e, além de a este, a todos os que aceitem do *trustee* o bem fiduciário em circunstâncias em que tenham ou devessem ter conhecimento da natureza fiduciária daquele acervo. Nestes casos, a *equity* imporia a estes terceiros a vinculação ao *right in personam* que obriga o fiduciário. No fundo, trata-se do desenvolvimento de uma ideia já avançada por STONE, “The Nature”, p. 476, segundo a qual a *equity* criaria, através do instituto do *trust*, “*successive rights in personam against successive takers of the trust res not essentially different in character from the right which is asserted by the beneficiary against the trustee, although they differ from it in their origin*”. Rejeitada por estes autores é, por isso, a ideia de que o *trust* assente numa qualquer *split of ownership* do acervo fiduciário (assim, L. SMITH, “Trusts and Patrimony”, p. 23).

⁵⁵⁸ Cf. MARTIN/HANDBURY, *Modern Equity*, p. 19; PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 81. Refira-se que este tema foi já debatido no Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias, no caso *Webb v. Webb*, a propósito da aplicação do art. 16.º da Convenção de Bruxelas (*Convenção relativa à competência judiciária e à execução de decisões em matéria civil e comercial*, de 1968). Nesta sede, foi decidido que o *equitable interest* não consubstanciaria um efetivo direito real, essencialmente em resultado da sua vocação de oponibilidade *prima facie* ao *trustee*. A circunstância de a pretensão do beneficiário de um *trust* emergir de uma relação fiduciária, de natureza eminentemente pessoal, impediria a respetiva qualificação como um direito real, mesmo se, nos termos da disciplina legal aplicável, lhe fossem reconhecidas externalidades. Sobre esta decisão, BRIGGS, “Note on *Webb v Webb*”, pp. 526 ss.; MACMILLAN, “The European Court”, pp. 125 ss.

⁵⁵⁹ Para uma síntese deste argumentário, cf. WATERS, “The Nature”, pp. 225 ss.

direito *in rem* não resiste a um escrutínio cuidado do conteúdo e limites daquela posição jurídica. Desde logo porque está ausente na posição do *beneficiary* um direito diretamente incidente sobre o bem fiduciário, cabendo um tal vínculo direto exclusivamente ao *trustee*; a posição daquele é, por isso, exclusivamente derivada da deste, o que porém não elimina, por completo, a sua oponibilidade externa⁵⁶⁰. Além disso, e decisivamente, aquela tutela perante terceiros manifesta-se predominantemente numa pura perspetiva de *remedy*, faltando-lhe conteúdo voluntarista⁵⁶¹. Por outras palavras, o traço unificador da *equitable property* reside na circunstância de, a partir sempre de um vínculo pessoal que une *trustee* e *beneficiary*, ela atribuir ao beneficiário de um *trust* um *direito negativo*, que o habilita a excluir terceiros — *i.e.*, aqueles não são beneficiários do *trust* — da fruição do acervo fiduciário⁵⁶². Em conformidade, não surgem associadas ao *equitable interest*, pelo menos de forma consistente e igualmente unificadora, as pretensões absolutas (e positivas) à fruição do bem fiduciário, típicas do direito de propriedade no direito inglês⁵⁶³. Ora, conclui este entendimento, a capacidade de excluir terceiros da fruição de um determinado bem é sem dúvida uma característica essencial do direito de propriedade, mas não suficiente para o qualificar⁵⁶⁴. Daí a impossibilidade de reconduzir o *equitable interest*, de forma exclusiva, ou à categoria dos direitos reais, ou à categoria dos direitos pessoais⁵⁶⁵. Ao invés, a *equitable*

⁵⁶⁰ Assim, L. SMITH, "Trust and Patrimony", p. 22: nas palavras do autor: "*the beneficiary's only rights are rights held in the rights of his trustee, while noticing that these rights of a beneficiary sometimes have effects on third parties*".

⁵⁶¹ *I.e.*, a vontade do titular do direito é irrelevante para a destinação dada à coisa, dependendo sempre de uma atuação contra o *trustee* — cf. WATERS, "The Nature", p. 225; também, GAMBARDI, "Trusts", p. 454 e p. 456.

⁵⁶² Cf. GRAY, "Property in thin air", pp. 292-295; HARRIS, *Property and Justice*, pp. 24-27. Também, NOLAN, *Equitable Property*, p. 233 e p. 236. Este direito negativo, *exclusionista*, seria o direito primário (*primary right*) típico da *equitable property*. Dele decorreriam, porém, *positive rights*, relacionados com a proteção daquele direito reconhecido ao beneficiário de exclusão de terceiros da fruição do bem fiduciário, direitos estes qualificados de *secondary rights*, exercidos apenas em face de uma violação do direito primário.

⁵⁶³ Cf. NOLAN, *Equitable Property*, p. 237, sublinha que os assim chamados *positive rights* que possam resultar do *equitable interest* reconhecido ao beneficiário — *i.e.* aqueles que lhe permitem exigir o acesso e a fruição do bem fiduciário —, são muito variados, não podendo constituir um traço caracterizador da *equitable property* (neste sentido, também WORTHINGTON, *Equity*, p. 172). Aliás, fosse outro o entendimento, caracterizando-se como *property* a globalidade do acervo de direitos de que o beneficiário é titular ao abrigo do *trust*, incluindo aqueles dirigidos ao *trustee* e relacionados com a gestão do bem fiduciário, resultaria violado o princípio do *numerus clausus*, também válido no direito inglês (NOLAN, *Equitable Property*, pp. 261 ss.). É que seria impossível conciliar a diversidade de posições jurídicas que, ao abrigo de um *trust*, podem ser criadas a favor de um ou mais beneficiários, e a ideia de que a autonomia privada não é suficiente para permitir a criação de direitos *in rem* não reconhecidos pelo sistema. Conclui o autor que os tribunais da *Chancery* conciliaram o instituto do *trust* com o *numerus clausus*, limitando a externalidade do *pactum fiduciae* ao referido direito negativo do *beneficiary* (*id.*, p. 263).

⁵⁶⁴ Por exemplo, também HARRIS, *Property and Justice*, p. 17 e pp. 24-25.

⁵⁶⁵ Assim, NOLAN, *Equitable Property*, p. 254. Notando que, por influência precisamente da *equity*, as fronteiras entre os direitos reais e os direitos pessoais se tornaram mais difusas, GOODE, "Ownership", p. 437.

property parece conjugar aquele direito de excluir a fruição do bem fiduciário, que é genericamente oponível a terceiros — aproximando-se aqui de um *right in rem* —, com uma pretensão positiva de fruição do bem fiduciário que é oponível apenas ao *trustee* — o que a aproximaria já de um direito *in personam*⁵⁶⁶. Por fim, a natureza *sui generis* do *equitable interest* seria também sugerida pelo conteúdo e natureza do nexa que une fiduciante e o *trust fund*, que não se projeta diretamente sobre as coisas que integram o acervo patrimonial fiduciário⁵⁶⁷, mas antes sobre um valor patrimonial abstrato, sobre a riqueza (*wealth*) representada por esse património fiduciário^{568/569}.

⁵⁶⁶ NOLAN, *Equitable Property*, pp. 235 ss. Como nota BIRKS, “Trusts in the recovery of misapplied assets”, pp. 157-158, nem mesmo a circunstância de o *equitable title* do beneficiário merecer a assinalada tutela do instituto do *tracing* diz algo acerca da sua natureza jurídica: o *tracing* seria, na sua essência, um meio processual que permite identificar um bem em questão numa determinada esfera patrimonial e num determinado momento, não implicando uma conexão necessária com uma *proprietary claim* (*id.*, p. 158). HUDSON, num outro local, fala do espaço ocupado no direito inglês por alguns fenómenos que são denominados como *quasi-property*, e que se caracterizam por partilhar alguns dos atributos do típico direito de propriedade, mas ao mesmo tempo colocar em crise alguns dos axiomas que usualmente surgem associados a tal direito (cf. “The unbearable lightness of property”, pp. 1 ss.). Numa perspetiva de direito comparado, também ZWIGERT/KÖTZ, *Introduction to Comparative Law*, p. 559, rejeitam uma qualificação do *equitable interest* dentro deste quadro tradicional, optando ao invés por definir o direito do beneficiário de um *trust*, seja pretendido pelas partes ou resultante da lei, como um direito *quasi in rem*.

⁵⁶⁷ Cf. PENNER, *The Idea of Property*, p. 134.

⁵⁶⁸ Cf. RUDDEN, “Things as things”, p. 87, que identifica o objeto do *equitable interest* como “*things as wealth*” e não como “*things as thing*”. Nota o mesmo autor (p. 90) que esta perspetiva é tornada mais clara quando, ao invés do que é habitual, se esquece a perspetiva patológica do *trust* (*i.e.* situações de violação do *pactum fiduciae* pelo *trustee* ou de insolvência deste) e se pensa no funcionamento normal deste instituto. Aí, cabe em exclusivo ao *trustee* o nexa com o património fiduciário enquanto *things as thing*: é ele que administra, vende, colhe os frutos, entre outras ações a que esteja obrigado nos termos do vínculo fiduciário. Ao invés, a posição jurídica do beneficiário refere-se ao valor daquele património fiduciário, independentemente até da sua composição em concreto, cuja variação pode em nada o afetar.

⁵⁶⁹ A peculiaridade da posição jurídica do fiduciante resulta também evidente quando é analisado o conteúdo do *equitable interest* nos já aludidos *constructive* e *resulting trusts*. Em termos simples, o reconhecimento pelos tribunais destas modalidades do fenómeno fiduciário surge sempre associado à intenção de assegurar uma tutela eficaz nas situações em que alguém se torna *legal owner* de determinado direito patrimonial em resultado de um comportamento (seu e/ou de terceiro) considerado, pela *equity*, como sendo *impróprio* ou *abusivo*, de forma tal que se justifica a proteção de um outro sujeito, a quem é reconhecido um *direito melhor* (GOODE, “Ownership”, p. 437). É impossível aqui enunciar os tipos de comportamentos que, de acordo com os tribunais ingleses, originam um *constructive trust*, até porque se trata de uma área em constante evolução e em que é patente uma tendência de alargamento do campo de atuação deste instituto (cf. ROTHERHAM, *Proprietary Remedies*, p. 10). Sem pretensões de exaustividade, sempre se dirá serem paradigmáticas as situações de pagamentos efetuados incorretamente, devido a erro (material ou de direito) ou a fraude (BIRKS, “Trusts in the recovery of misapplied assets”, pp. 153 ss.); e situações de aquisição (ou retenção) de bens em resultado de um ato dispositivo fraudulento (GOODE, “Ownership”, p. 438). Critério transversal para o surgimento de um *constructive trust* é, ainda assim, a existência de uma relação fiduciária, que imponha ao titular *at law* de determinado bem um especial comportamento face ao (putativo) beneficiário (ZWIGERT/KÖTZ, *Introduction to Comparative Law*, p. 560). Ora, neste âmbito, é rejeitada no direito inglês que, surgindo um *constructive trust*, o titular *at law* se encontre sempre sujeito ao conjunto amplo de deveres fiduciários típicos de um *express trust* — cf., por todos, OAKLEY/Parker/Mellows, *The Modern Law of Trusts*, p. 807, que notam apenas não ser assim quando, de acordo com as circunstâncias do caso concreto, seja possível impor ao *constructive trustee* a denominada *liability for knowing receipt*. Fora destes casos, o *equitable interest* manifesta-se exclusivamente no direito reconhecido ao *beneficiary* de impedir o *trustee*, e titular *at law*, de fruir

Tudo o que vem sendo dito aponta para o resultado que, na perspectiva atrás anunciada, interessa salientar: a fluidez, que o instituto do *trust* revela no direito inglês, das fronteiras que separam os direitos *in rem* e *in personam* e, portanto, a fragilidade dessa dicotomia clássica para capturar plenamente os efeitos reconhecidos ao *equitable interest* e à interação das posições jurídicas do *trustee*, do *beneficiary* e de terceiros⁵⁷⁰. O reconhecimento inequívoco e de significativo alcance de externalidades ao *equitable interest* não implicou a sua necessária identificação com a categoria dogmática dos direitos *in rem*⁵⁷¹. Ao invés, há antes uma equiparação, para determinados efeitos apenas, de uma pretensão obrigacional a uma pretensão real⁵⁷². Daí que se diga que o conteúdo, alcance e natureza (*sui generis*) do *equitable interest* acabaram por colocar em crise a pretensão absoluta da arrumação de situações jurídicas subjetivas em direitos *in rem* e direitos *in personam*. Fica patente a insuficiência daquela dicotomia para explicar, de forma satisfatória, uma posição subjetiva que consegue conjugar em si mesma um direito de exclusão de fruição genericamente oponível a terceiros, com uma pretensão (positiva) de fruição do bem fiduciário oponível apenas ao *trustee*. Afinal, não é necessário que a oponibilidade a terceiros daquela posição jurídica ativa surja necessariamente associada a uma situação jurídica *in rem*, podendo ter como fonte um direito (meramente) obrigacional ou, no limite, de natureza híbrida. Isto mesmo, como se viu, está subjacente a algumas construções mais

o bem fiduciário. NOLAN, *Equitable Property*, p. 248, que cita dois recentes casos em que este mesmo princípio foi afirmado de forma inequívoca: *Lonrho v Fayed (No.2)* [1992] 1 W.L.R. 1 e *Westdeutsche Landesbank Girozentrale v Islington LBC* [1996] A.C. 669. A obrigação, de resto pessoal e sujeita a eventuais defesas e exceções (BIRKS, “Trusts in the recovery of misapplied assets”, pp. 154-155), a que o *constructive trustee* se encontra adstrito é, exclusivamente, a de devolver a *trust property* ao seu *legal owner*, que, exceto nos casos em que possa fazer cessar a relação fiduciária com o *trustee* original, não será na maioria das vezes o beneficiário do *trust*. Isto mesmo acentuaria a natureza restritiva do *equitable property*, como sendo na sua essência um direito negativo e *exclusionista*, não envolvendo necessariamente direitos positivos; o que reforçaria a sua natureza *sui generis*, não reconduzível à propriedade no sentido clássico, correspondendo antes a um direito pessoal com oponibilidade reforçada — cf. PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 64, que conclui terem as fronteiras do *constructive trust* sido deixadas deliberadamente fluidas para permitir aos tribunais chegar a uma composição justa dos interesses em causa livres dos constrangimentos que, por exemplo, impõe a dicotomia estrita entre direitos reais e direitos pessoais.

⁵⁷⁰ Nas palavras de KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 35, aqui chegados, uma recondução do *equitable interest* a uma ou outra categoria é quase “uma questão de gosto jurídico”.

⁵⁷¹ Assinala esta origem obrigacional do *trust*, que não é afetada pela circunstância de os comandos de *equity* terem imposto certas externalidades à posição (creditícia) do *beneficiary*, L. SMITH, “Fusion and tradition”, p. 32 ss. A natureza contratual da figura é também sustentada no texto de referência de J. LANGBEIN, “The Contractarian Basis of the Law of Trusts”, p. 625 ss.

⁵⁷² Visto pelos olhos de um autor continental, atento ao fenómeno fiduciário de um prisma juscomparativo, LUPOI, *Istituzioni*, p. 8, o *trust* não atua puramente no quadro dos direitos reais; ele combina um efeito real — a *legal ownership* do *trustee* — com um efeito obrigacional — o vínculo fiduciário, que em conformidade com a natureza da *equity* atua sobre a consciência do *trustee* —, reconhecendo embora a este uma oponibilidade reforçada, designadamente contra terceiros.

recentes no direito alemão, que aceitam (mais ou menos) externalidades do *pactum fiduciae*, sem colocar em crise a natureza puramente obrigacional da posição jurídica do fiduciante. O mesmo sucede, com fundamentos particulares de direito positivo, nos direitos italiano e suíço, aí a partir do alargamento do espaço normativo do regime do mandato sem representação. E precisamente esta ideia pode constituir um importante ponto de partida para o estudo da esfera externa da relação fiduciária também no direito português.

Com o que fica dito, dá-se por terminada a incursão pelo direito estrangeiro. O que se pretende nas linhas finais que se seguem é, agora em síntese, *apurar semelhanças e diferenças*⁵⁷³ e, com isso, preparar definitivamente o terreno para a análise que se segue.

3.4 Síntese conclusiva: a convergência funcional na disciplina da esfera externa da relação fiduciária

I. É indiscutível a importância que, em cada um dos ordenamentos estudados, é hoje reconhecida ao estudo do negócio fiduciário e, em particular para o que nos interessa, ao estudo da *esfera externa* da relação fiduciária. Esta relevância do fenómeno fiduciário, patente na literatura mas também na atuação dos tribunais, resulta, desde logo, da sua crescente projeção no comércio jurídico e em diferentes quadrantes da economia, sendo os juristas chamados para oferecer resposta aos problemas jurídicos que ele suscita⁵⁷⁴. Para além disso, ficou também claro que esta contínua *popularidade* do tema é explicada pela circunstância de no negócio fiduciário convergirem questões jurídicas complexas e desafiantes, reveladoras de tensões entre certos postulados do direito dos contratos e dos direitos reais⁵⁷⁵ e que, apesar de terem já ocupado os juristas romanos, permanecem ainda por resolver em definitivo⁵⁷⁶.

⁵⁷³ Cf. FERREIRA DE ALMEIDA, *Introdução ao Direito Comparado*, p. 26.

⁵⁷⁴ Em sentido próximo, DE WALL, "A European Law of Trusts", p. 169. É também assinalável o interesse que a figura vem despertando de um prisma juscomparativo, consequência direta de um processo de progressiva harmonização jurídica no espaço europeu e que tem como catalisador o inelutável caminho de integração económica (cf. MILO/SMITS, "Trusts in Mixed Legal Systems", p. 421).

⁵⁷⁵ Cf. WESTERMANN, *Sachenrecht*, p. 17.

⁵⁷⁶ Isso mesmo nota, para o direito italiano, mas tendo como pano de fundo uma perspectiva juscomparativa, GRAZIADEI, "Trusts", pp. 278 ss. Sobre as razões da assinalada popularidade do negócio fiduciário na ciência jurídica hodierna, vejam-se as considerações de enquadramento feitas na INTRODUÇÃO.

Mais relevante é, todavia, notar a postura *desafiante* e não *resignada* — particularmente significativa nos direitos continentais — perante os inúmeros obstáculos com que os juristas se debateram para afirmar uma tutela do fiduciante *para fora* da relação fiduciária. Aceite a *inevitabilidade* do fenómeno fiduciário enquanto modo peculiar de conformação e promoção de interesses apto a satisfazer necessidades do tráfego jurídico⁵⁷⁷, considerações de justiça e equidade, associadas à devida ponderação da peculiar alocação do resultado económico a que a figura dá origem, justificaram um esforço de procurar suportes sólidos de direito positivo para a pretendida tutela do fiduciante perante terceiros (ou, pelo menos, perante algumas categorias de terceiros). Isso mesmo foi sendo feito, num diálogo que envolveu a doutrina e os tribunais, a partir da progressiva diluição de alguns postulados bem arreigados na tradição jurídica civilista, enquadrada numa interpretação atualista de coordenadas fundamentais do sistema de direito privado⁵⁷⁸.

Mais acentuada nalguns domínios do que noutros, sem dúvida, é depois inequívoca a convergência das soluções apresentadas nos universos estudados, um resultado que não deixa de contrariar frontalmente o *preconceito*, amplamente difundido na literatura jurídica continental, de que apenas o direito anglo-americano permitiria, de forma consistente, o reconhecimento de certas externalidades às relações fiduciárias atípicas. Ficou porém também claro tratar-se de uma *convergência funcional*, de resultados, e não formal. Razões históricas relacionadas com a evolução do sistema de fontes e fatores relacionados com o desenvolvimento do próprio direito substantivo explicam que um tal processo de convergência tenha seguido *ritmos* distintos nos ordenamentos estudados⁵⁷⁹, e que, acima de tudo, tenha sido desenvolvido a partir de soluções técnico-jurídicas distintas, quando analisadas estritamente de um prisma puramente formal. São diferentes os institutos jurídicos a que cada ordenamento lança mão, como são também diversos os *caminhos* percorridos para a construção das soluções adotadas⁵⁸⁰.

⁵⁷⁷ E definitivamente ultrapassadas as dúvidas a respeito da validade substancial do instituto (cf. §1.2).

⁵⁷⁸ Em suma, o percurso que agora se terminou pelos direitos alemão, inglês, italiano e suíço revelou ser possível, se não mesmo imperativo, explorar os limites do sistema a fim de procurar elementos seguros de direito positivo que — sem colocar em crise princípios civilísticos fundamentais, mas não prescindindo de uma interpretação atualista dos mesmos — permitam o reconhecimento ao fiduciante de uma posição jurídica sólida, adequada a uma justa composição de interesses.

⁵⁷⁹ Por exemplo, deu-se mais cedo a consolidação da tutela do *beneficial owner* no direito inglês, que por sua vez exerceu influência decisiva nas modernas construções da *Treuhand*.

⁵⁸⁰ É o tipo de convergência assinalada por GILSON, “Globalizing Corporate Governance”, pp. 329 ss., e COFFEE, “Convergence and its Critics”, pp. 1 ss. Para esta *convergência funcional*, que prescinde de uma uniformização dos instrumentos jurídico-formais, contribuiu uma abordagem metodológica, comum nos

Esta *convergência funcional* manifesta-se, com maior intensidade, na proteção do fiduciante face aos credores gerais do fiduciário e, portanto, no domínio da execução forçada do património fiduciário⁵⁸¹. Uma vez identificada — de acordo com os pressupostos em cada caso relevantes — uma relação fiduciária, são reconhecidos, em cada um dos ordenamentos analisados, certos efeitos jurídicos ao *interesse económico* que o fiduciante mantém sobre o acervo fiduciário, fundado na ponderação da especial função que o grava enquanto no património do seu proprietário — o fiduciário. Consequentemente, aquele património fiduciário encontra-se sujeito a pressupostos e limites (mais ou menos) restritivos, a salvo de *agressão* por parte dos credores do fiduciário cujas pretensões não se relacionam com a execução do mandato fiduciário. As diferenças técnico-formais são, como se disse, inequívocas, projetando-se sobre importantes aspetos de regime⁵⁸². Não obstante, tais diferenças não chegam para ofuscar uma evidente convergência de princípio a respeito dos efeitos jurídicos decorrentes do vínculo de destinação que grava o bem fiduciário, convergência esta que se manifesta na afirmação, sucessivamente assinalada na literatura juscomparativa, de uma distinção entre os bens que, em geral, integram o património de um sujeito e aqueloutros que, funcionalmente afetos à prossecução de um interesse alheio, constituem um acervo especial, que não responde pelas dívidas do seu titular.

direitos estudados, segundo a qual a identificação dos riscos jurídicos associados às situações de titularidade fiduciária foi seguida pela busca de soluções *dentro* do quadro dogmático e de direito positivo vigente, sem necessidade (ou sequer sugestão) de quebras sistemáticas. Privilegiou-se uma *evolução na continuidade* (ou, na terminologia original anglo-americana, uma evolução *path-dependent* — cf. MICHELER, *Property in Securities*, pp. 9 ss.), a partir do desenvolvimento de doutrinas jurídicas já testadas e conhecidas, procurando adaptá-las às novas necessidades do tráfego. Desta forma, foi sendo garantida a coerência interna do direito positivo e um grau desejável de segurança jurídica, ao mesmo tempo que se permitiu o desenvolvimento do direito e a reação aos desafios colocados por fatores externos. É ampla a literatura dedicada a este tipo de processos de evolução normativa *path-dependent*, focada, em particular nos últimos tempos, no domínio do governo societário. A título exemplificativo, veja-se o texto de ROE, *Political Determinants of Corporate Governance*. Relevante, também, GORDON, “An international relations perspective on the convergence of Corporate Governance”, pp. 1 ss., e GOUREVITCH, “The Politics of Corporate Governance Regulation”, pp. 1864 ss.

⁵⁸¹ Afinal, como nota GIOVANOLI, “Les opérations fiduciaires dans la pratique bancaire suisse”, p. 33, o contexto em que melhor se pode avaliar a eficácia e segurança de um determinado mecanismo jurídico.

⁵⁸² Por exemplo, a natureza do bem de que o fiduciário-insolvente é titular — se um bem móvel ou imóvel, se um direito de crédito — pode conduzir a variações pontuais de regime, ou mesmo à exclusão da pretensão de separação, algo que, porém, não chega para colocar em crise a tendência convergente de tutela do fiduciante. Outro exemplo reside nas diferenças de regime a respeito dos pressupostos de uma relação fiduciária idónea para gerar este efeito de segregação do património fiduciário. Lembre-se o papel restritivo que o *Unmittelbarkeitsprinzip* desempenha no direito alemão, que não encontra paralelo nos direitos inglês e italiano, ao passo que o direito suíço adota uma solução diametralmente oposta. Por fim, encontram-se soluções distintas quanto à possibilidade de reconhecer ao fiduciante um direito de separação quando os bens fiduciários originais hajam sido, no património do fiduciário, substituídos por outros. À tutela forte garantida pelo direito inglês, com recurso aos institutos do *tracing* e *following* e dos *constructive trusts*, contrapõe-se o princípio da *Surrogationsverbot* que, apesar de merecer oposição da parte de alguma doutrina, continua a ser afirmado pelos tribunais alemães.

Donde resulta um outro dado normativo convergente, este relacionado com a progressiva relativização do direito de propriedade enquanto critério delimitador do *património expropriável* do devedor. É comum nos direitos estudados a ideia de que uma correta interpretação das regras que delimitam a *esfera de garantia patrimonial* do devedor não impõem, nem sequer permitem, a sua identificação plena e automática com a respetiva *esfera de propriedade*, admitindo — especificamente nas situações de titularidade por conta de outrem — a subtração de bens que não se encontrem afectos às necessidades idiossincráticas do devedor (e proprietário), mesmo com base apenas em pretensões de natureza obrigacional.

Na base da convergência funcional que aqui se aponta está uma fundamentação que, com algumas subtilezas, é no essencial também comum nos direitos estudados. Prevaleceu a ideia de que a situação em que os credores gerais do fiduciário se encontram não pode ser mais vantajosa, numa perspetiva de garantia patrimonial, do que a do próprio fiduciário. Da mesma forma que, para o fiduciário, a obrigação de transferir para o fiduciante os ganhos e perdas associados ao bem fiduciário *anula* a possibilidade de fruição económica daquele acervo, deve também ser vedada uma tal fruição — ainda que indireta — aos seus credores gerais, não lhes sendo dado acesso ao *resultado económico* da relação fiduciária. Em conformidade, as regras que delimitam o âmbito da responsabilidade patrimonial do devedor não podem ser interpretadas no sentido de conduzir à qualificação daqueles credores do fiduciário como *terceiros em sentido próprio* a respeito do bem fiduciário⁵⁸³. Assumido este *pressuposto substancial*, é a partir dele que, em cada um dos direitos estudados, se constrói a justificação normativa para a separação do bem fiduciário da massa insolvente do fiduciário, seguindo as concepções dogmáticas e os percursos formais que melhor se adequam a cada universo jurídico.

Dito isto, a análise anterior demonstra bem que a tutela do fiduciante, materializada no reconhecimento de um direito de separação do bem fiduciário na insolvência do fiduciário, não é o resultado de uma ponderação de interesses livre e discricionária, ou é sequer justificada unicamente a partir de critérios ou considerações de equidade. Bem pelo contrário: aquelas ponderações que fundamentam a prevalência da posição do fiduciante adquirem valência imperativa, assim como imperativa é a disciplina normativa que, em cada um dos direitos estudados, delas decorre. Mesmo não existindo entre os direitos estudados

⁵⁸³ Cf. JAEGER, *La separazione*, p. 365.

— e nem sequer em cada um deles — consenso absoluto quanto aos limites e à extensão das externalidades reconhecidas ao vínculo fiduciário, é em todos eles bem patente o propósito de *juridificar* os termos em que assenta esta tutela reforçada do fiduciante, o que é evidenciado, por exemplo, pela sujeição daquelas prerrogativas de separação a requisitos precisos, relacionados ora com a constituição da relação fiduciária, ora com a natureza e estatuto do bem fiduciário.

É interessante ainda notar que, mesmo nos direitos continentais, estes resultados são atingidos perfeitamente dentro do quadro tradicional da tipicidade dos direitos reais. O mesmo é dizer, sem que, de um lado, se faça perigar a qualificação do direito do fiduciário como tendencialmente pleno e exclusivo (*i.e.*, como um direito de propriedade); e, de outro, sem que as externalidades reconhecidas à posição jurídica do fiduciante tivessem implicado o reconhecimento de um (novo) direito real⁵⁸⁴. O que se faz é reconhecer alguma elasticidade ao princípio do *numerus clausus* e, reflexamente, ao conteúdo essencial do direito de propriedade do fiduciário, quando isso não se revele incompatível com as preocupações de previsibilidade e segurança que aquele princípio prossegue. E é no âmbito dessa elasticidade que se sacrifica, em determinadas circunstâncias, a oponibilidade da titularidade (real) do fiduciário, mediante a atribuição a um direito relativo — aquele de que é titular o fiduciante — de efeitos típicos de um direito oponível *erga omnes*. Como no direito inglês com a *equity*, o que se vislumbra tanto no direito alemão, como nos direitos suíço e italiano é a rejeição de uma *metamorfose* completa da posição em que está investido o fiduciante — não passando este a ser titular de um direito genericamente oponível *ao mundo* —, sendo apenas aceite a projeção do vínculo fiduciário, que todavia mantém intacta a sua natureza *relativa e pessoa*, na esfera de algumas categorias de terceiros, e apenas para finalidades precisas.

Assinalado este processo de convergência, ficou também evidente uma muito maior aproximação entre o *trust* dos ordenamentos de *common law* e os *trust-like devices* acolhidos nos direitos continentais (entre os quais se encontra a figura que constitui o objeto deste estudo), de resto um dado afirmado de forma inquestionável na literatura atual,

⁵⁸⁴ Como se viu, e sem que tal coloque em questão a eficácia externa do vínculo fiduciário reconhecida para determinados efeitos, permanece no direito inglês uma acesa discussão em torno da (eventual) *proprietary nature* do *equitable interest*, ao passo que, no direito alemão, existindo algumas construções que propugnam uma *coisificação* parcial da posição do *Treugeber*, a projeção do *numerus clausus* impediu a aceitação generalizada destas construções, prevalecendo — na doutrina e na jurisprudência — a conceção clássica da posição jurídica do fiduciante enquanto puramente obrigacional. O mesmo sucede nos direitos suíço e italiano.

quer da que adota uma perspectiva puramente juscomparativa⁵⁸⁵, quer daquela que, partindo daí, procura depois desenvolver a dogmática fiduciária de um prisma interno. Um tal resultado vem sendo obtido através de uma dupla abordagem, que substituiu a aceitação *ligeira e acrítica*⁵⁸⁶ da suposta singularidade do *trust* do direito inglês: de um lado, uma abordagem histórica, que procurou assinalar as semelhanças entre as figuras jurídicas que, ao longo dos tempos, ofereceram o substrato jurídico aos modos de atuação fiduciária (*fiducia*, *fideicomissum*, *uses*, *trust*, *Treuhand*)⁵⁸⁷; de outro, uma abordagem funcional, que acentuou a projeção universal de institutos assentes na atribuição formal de um bem a um sujeito, gravada embora por uma obrigação de gestão no interesse de terceiro⁵⁸⁸. Nesta perspectiva, o *trust* anglo-americano surge como apenas uma espécie de um género mais amplo⁵⁸⁹, a que são reconduzíveis outros institutos bem consolidados nos direitos continentais e a que, ao contrário da opinião tantas vezes disseminada, são afinal também reconhecidas inequívocas externalidades.

II. Menos convergentes são, por seu turno, as soluções apresentadas para o problema da proteção do fiduciante quando o fiduciário haja alienado (ou onerado) o bem fiduciário a um terceiro em violação do *pactum fiduciae*. Aquele *argumento funcional* que, para o conflito com credores gerais do fiduciário, conduz à atribuição de determinados efeitos jurídicos ao interesse económico do fiduciante, não se projeta já com a mesma intensidade nestas situações de *infidelidade* do fiduciário. Por outras palavras, o efeito de separação patrimonial que é consistentemente reconhecido ao acervo fiduciário esgota o seu alcance normativo na delimitação da esfera de garantia patrimonial do devedor, não chegando para fundamentar uma limitação genérica das prerrogativas de disposição que são reconhecidas ao fiduciário.

⁵⁸⁵ Para além da literatura já citada, veja-se ainda, a este respeito, DE WALL, “The Core Elements of the Trust”, pp. 548 ss. Não são sequer recentes as vozes que questionam a *insuperabilidade* dos obstáculos suscitados pelo desenvolvimento dogmático do *trust* compatível com o quadro conceptual continental; neste sentido, por exemplo, o conhecido ensaio de V. BOLGÁR, “Why no Trusts in the Civil Law”, p. 208 ss.

⁵⁸⁶ Cf. DE WALL, “In search of a model for the introduction of the trust into a civilian context”, pp. 65.

⁵⁸⁷ LUPOL, “The Civil Law Trusts”, pp. 969 e pp. 973 ss., sugere mesmo que o *trust* do direito inglês se inspirou em institutos do direito continental, que seriam conhecidos pelos *Chancelors* ao tempo do desenvolvimento do *trust* no quadro da *equity*. Sobre esta perspectiva histórica de aproximação do fenómeno fiduciário, cf. JOHNSTON, *The Roman Law of Trusts*, pp. 285 ss., e “Trust and trust-like devices in Roman Law”, pp. 51 ss.; HELMOLZ/ZIMMERMANN, “Views of “Trust and Treuhand””, pp. 30 ss.

⁵⁸⁸ Para além da bibliografia indicada, cf. GRETTON, “Trust and patrimony”, 182 ss.

⁵⁸⁹ Assim proclamou H. HAHLO, “The trust in South African Law”, p. 195.

Em resultado, os direitos estudados apresentam uma divergência fundamental, que constitui a razão de ser das diferenças de regime assinaláveis: enquanto nos direitos continentais a existência de uma relação fiduciária e a projeção do vínculo de destinação sobre o bem fiduciário não afetam o conteúdo e a extensão do poder de disposição do fiduciário — não cominando, por regra, a invalidade da alienação ilícita por falta de legitimidade —, o direito inglês vai mais longe, considerando que, por princípio, o *equitable interest* limita intrinsecamente a *legal ownership* do *trustee*, que assim não abarca um poder de disposição pleno, que extravase o programa fiduciário. Posições recentes, disseminadas em particular no direito alemão, procuram encontrar no vínculo fiduciário, não obstante a sua natureza contratual, o fundamento de uma efetiva restrição daquele poder de disposição do fiduciário, advogando — de forma paralela ao que sucede no direito dos *trusts* — a invalidade (por falta de legitimidade) de disposições contrárias ao *pactum fiduciae*, ou pelo menos alguns subtipos de negócios dispositivos. Trata-se de um percurso interessante, porquanto permite uma solução para o problema das disposições ilícitas do bem fiduciário *simétrica* à oferecida na insolvência do fiduciário. Exceto no que se refere à extensão do §392HGB a atos de disposição praticados em benefício de credores do fiduciário — construção doutrinal que, como ficou visto, mereceu já o acolhimentos dos tribunais —, estes entendimentos mais *radicais* encontram-se todavia longe de merecer aceitação generalizada. O cenário é idêntico nos direitos italianos e suíço, onde o progressivo reconhecimento da prevalência do interesse do fiduciante sobre o dos credores gerais do fiduciário não é acompanhado por uma limitação intrínseca do poder de disposição reconhecido ao fiduciário.

Em suma, a conceção clássica do negócio fiduciário enquanto agregador de um *efeito real* — a aquisição pelo fiduciário de uma posição plena — e de um *efeito obrigacional* — o reconhecimento ao fiduciante de uma pretensão à retransmissão daquele mesmo bem e à sua fruição indireta — não impediu a resolução de parte do *problema fiduciário*, mas constitui ainda, nos direitos de *civil law*, um evidente obstáculo à tutela do fiduciante em face de disposições do bem fiduciário em violação do *pactum fiduciae*, mesmo quando o terceiro adquirente conheça essa circunstância. Consequência disso, assiste-se nestes direitos a uma busca de fundamentos de direito positivo que assegurem, para este problema, uma tutela — por assim dizer — *indireta* e *mediata*, recorrendo para o efeito a ferramentas jurídicas que assumem a legitimidade plena do fiduciário, transportando o problema para um juízo sobre a conduta do terceiro adquirente. É nesse contexto que surge

a hipótese de anulação da disposição ilícita por violação da cláusula geral dos bons costumes, solução restritiva pelo elevado padrão de censurabilidade que tem implícito, mas a que mais adeptos reúne nos direitos alemão e suíço; ou o recurso à responsabilidade extracontratual do adquirente, solução também restritiva por exigir do terceiro, como regra, um comportamento de indução da violação do *pactum fiduciae*, não se bastando com o mero conhecimento; ou ainda, numa outra direção, a busca de uma tutela mais intensa a partir da aplicação analógica das regras do abuso de representação, defendida na doutrina alemã e com ecos na doutrina italiana, mas que não encontrou sufrágio significativo na jurisprudência daqueles países.

III. O interesse deste percurso juscomparativo não se situou unicamente na identificação das soluções de direito positivo que prevalecem hoje nos direitos alemão, inglês, italiano e suíço para dar resposta às questões paradigmáticas que a *esfera externa* da relação fiduciária coloca. Na verdade, subjacentes a esses quadros normativos estão importantes sinais de evolução da dogmática jurídica que, por encontrarem no tema desta dissertação um cenário privilegiado, merecem também aqui referência.

Desde logo, o reconhecimento de que a oponibilidade da posição do fiduciante a credores do fiduciário não relacionados com o vínculo fiduciário não surge necessariamente associada a uma situação jurídica real — podendo, ao invés, ter como fonte um direito (meramente) obrigacional ou, no limite, de natureza híbrida — é revelador da insuficiência da clássica *sistematização* que separa direitos reais e direitos obrigacionais, em particular quando dela se pretendam extrair consequências jurídicas imutáveis⁵⁹⁰. Isto porquanto uma tal *summa divisio* se revela afinal incapaz de explicar, de forma satisfatória, uma posição subjetiva — a do fiduciante — que conjuga em si mesma, de um lado, uma pretensão (positiva) de fruição do bem fiduciário que é oponível apenas ao fiduciário — e que portanto se aproxima mais de um direito relativo —, e, de outro, um direito de exclusão genericamente oponível a terceiros, pelo menos em algumas circunstâncias, típico das

⁵⁹⁰ “The English trust arose not out of a reconceptualisation of property law, but out of modification to the law of obligations” (cf. GRAZIADEI/MATTEI/SMITH, “Commercial trusts in European private law”, p. 18); esta síntese da discussão atual no direito inglês, a que atrás fiz referência, pode, na verdade, ser aplicada também à evolução da dogmática fiduciária nos direitos continentais, onde a tutela que vem sendo reconhecida ao fiduciante prescinde, quase sempre, de uma coisificação da posição do fiduciante, sendo antes resultado do reconhecimento de efeitos externos reflexos a posições jurídicas na base creditícias.

situações jurídicas com vocação de oponibilidade *erga omnes*⁵⁹¹. Não se rejeita em definitivo, em nenhum dos ordenamentos estudados, a relevância daquela categorização, que de resto se afigura apta a descrever a generalidade das posições jurídicas individuais de natureza patrimonial. É contudo inequívoco que, sem prejuízo da sua relevância basilar, aquela dicotomia parece inadequada para descrever a relação dinâmica que se estabelece entre *contrato* e *propriedade*⁵⁹² e, por isso, insuficiente para capturar na plenitude os efeitos reconhecidos a determinadas categorias de direitos.

Acentua-se por isso uma tendência de rejeição da natureza absoluta e mutuamente exclusiva da arrumação dos direitos subjetivos ou na categoria dos direitos *in rem* ou na dos direitos *in personam*, uma vez que a recondução de uma determinada posição subjetiva a uma daquelas categoria não impede, automaticamente, que ele possa partilhar algumas das características e efeitos jurídicos que são usualmente atribuídos à outra categoria⁵⁹³. Em qualquer caso, o reflexo inevitável desta tendência normativa é a *relativização* do próprio conteúdo típico do direito de propriedade⁵⁹⁴, a que surge associada uma progressiva desvalorização da segurança do tráfego jurídico enquanto bem jurídico absoluto. Vai sendo aceite, com maior naturalidade, o sacrifício da certeza jurídica em favor dos efeitos do

⁵⁹¹ Uma demonstração clara de que, muitas vezes, as normas atribuem direitos sem cuidar da sua qualificação ou, pelo menos, sem terem como razão da atribuição a sua qualificação jurídica (cf. PINTO DUARTE, *Curso*, p. 322).

⁵⁹² Cf. COSTANZA, “Numerus clausus”, p. 445.

⁵⁹³ Cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 274 ss., em particular pp. 307 ss.; WATERS, “The Nature”, p. 225. De resto, esta maior fluidez da fronteira entre os direitos reais e os direitos de crédito, que torna os primeiros menos *absolutos* e os segundos menos *relativos*, não é uma extravagância do nosso tempo, podendo ser reconduzida a um fenómeno já bem conhecido dos juristas romanos; fala-se aqui do paralelo que alguma doutrina encontra entre esta *eficácia reforçada* da posição jurídica do fiduciante (e do mandante) com o instituto romano da *rei vindicatio utilis* (cf. JAEGER, *La separazione*, pp. 84 ss. e 357; MARTUCCI, “Proposte”, pp. 487 ss.; SCHMIDT, *Aktionsberechtigung*, pp. 169 ss.), instituto que reconhecia uma espécie de direito de reivindicação ao titular de um crédito, exercível contra o proprietário do bem em questão, com fundamento precisamente numa prevalência da realidade substancial e da afetação económica do bem sobre a mera titularidade formal (nestes termos, KOHLER, “Studien”, pp. 347 ss., o autor que no final do século XIX primeiro ensaiou o recurso à *rei vindicatio utilis* num contexto de insolvência do mandatário). Não podendo ser ignorada a diferença fundamental, para que alerta por exemplo JAEGER, *La separazione*, p. 357, entre um sistema fundado em *ações* — o romano — e um outro fundado em *direitos subjetivos* — aquele resultante da pandectística, e hoje vigente —, este paralelo não deixa de ser interessante porquanto revela que o caminho hoje ensaiado nalguns ordenamentos para enquadrar dogmaticamente as externalidades reconhecidas à posição jurídica (creditícia) do mandante/fiduciante encontram inspiração no direito romano.

⁵⁹⁴ Confirmando que, afinal “a realidade (a natureza real) é susceptível de graus” — cf. PINTO DUARTE, *Curso*, p. 322. O negócio fiduciário seria um exemplo paradigmático de um domínio de relativização da clássica dicotomia que opõe os direitos reais e os direitos obrigacionais; neste sentido, WESTERMANN, *Sachenrecht*, p. 17, por exemplo, nota que a relação fiduciária é um exemplo paradigmático de um instituto que clama por uma melhor coordenação dos princípios de direitos reais e de direito dos contratos; também WOLF, “Beständigkeit”, pp. 2650 ss., que dá como exemplos, entre outros, o regime da reserva de propriedade, a cessão global (*Globalzession*), o *factoring* e o *leasing*.

negócio jurídico com origem na autonomia privada, dessa forma acomodando a tutela de interesses individuais, mesmo quando tal implique uma menor rigidez na aplicação dos quadros formais típicos dos direitos reais⁵⁹⁵. Em consequência, princípios como o *numerus clausus* e a natureza absoluta do direito de propriedade tendem forçosamente a perder o estatuto de dogmas absolutos, vendo o seu conteúdo normativo cada vez mais vulnerável à projeção da vontade das partes e da autonomia privada⁵⁹⁶.

Isto dito, é agora boa altura para referir de forma breve a experiência com o instituto do *trust* nos chamados *mixed legal systems*. Justamente porque aí o enquadramento daquela figura tomou um rumo a partir do qual podem ser extraídos importantes ensinamentos para o enquadramento do fenómeno fiduciário nos sistemas jurídicos continentais, e que, ademais, confirma a tendência normativa que venho sublinhando. Nesses ordenamentos (designadamente, no ordenamento escocês e no sul africano), está bem assente como o *trust* dá origem apenas a uma posição reconduzível ao *numerus clausus* de situações jurídicas reais — a do fiduciário, que é de resto indivisível —, cabendo ao fiduciante um mero direito *in personam*, oponível *prima facies* ao *trustee*⁵⁹⁷. Sucede que, seguindo por caminhos que não soariam estranhos ao jurista continental, são naqueles direitos reconhecidas certas externalidades à posição relativa do *beneficial owner*⁵⁹⁸, que pode ser oponível a determinadas categorias de terceiros⁵⁹⁹. Por outras palavras, o negócio fiduciário (*i.e.*, o *trust*) — a que, de um prisma funcional, é também nos *mixed legal systems* reconhecida aptidão para prosseguir as finalidades tipicamente associadas à figura nos ordenamentos de

⁵⁹⁵ Cf. WOLF, “Beständigkeit”, p. 2652.

⁵⁹⁶ Assim, GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, pp. 323 ss., e WIEGAND, “Entwicklung”, pp. 108 ss.

⁵⁹⁷ Referindo-se ao direito escocês, cf. GRETTON, “Trusts”, p. 482. É

⁵⁹⁸ Designadamente, na hipótese de insolvência do *trustee* — para o direito escocês, além das obras citadas na nota seguinte, cf. REID, “The Idea of Mixed Legal Systems”, p. 29-30; para o direito sul africano, onde a consolidação da tutela do beneficiário de um *trust* é mais recente, HONORÉ, “Trust”, p. 870-871. Para uma análise comparada do instituto nestes dois ordenamentos, cf. DE WALL/PAISLEY, “Trusts”, pp. 819 ss., e DE WALL, “In search of a model for the introduction of the trust into a civilian context”, pp. 75 ss.

⁵⁹⁹ Por exemplo, no ordenamento escocês, é certo que no seio de um debate intenso e ainda inacabado, ganha força a tendência que qualifica a posição jurídica do *beneficiary* como um direito de crédito *sui generis*, pois só dessa forma se conseguiria compatibilizar as externalidades reconhecidas ao vínculo fiduciário com princípios de *property law* aí vigentes (nestes termos, por exemplo, GRETTON, “Trust without Equity”, pp. 612 ss., e “Trusts and Patrimony”, p. 182 ss.; NORRIE/SCOBIE, *Trusts*, p. 4; REID, “National Report for Scotland”, p. 67 ss., e “Patrimony not Equity”, p. 432). Na África do Sul, um enquadramento paralelo é oferecido no texto clássico de H. HAHLO, “The Trust in South African Law”, p. 195 ss., e, mais recentemente, por T. HONORÉ, “Trusts: The Inessentials”, p. 7 ss., que aponta justamente a divisão de propriedade como um elemento *inessencial* do *trust* (em especial, pp. 9 ss.). É interessante notar que a desnecessidade de recorrer aos comandos de *equity* para configurar a posição de um *beneficial owner* de um *trust* escocês ou sul africano é reconhecida também pelos juristas ingleses; por exemplo, D. HAYTON, “The Developing European Dimension of Trust Law”, p. 50.

*common law*⁶⁰⁰ —, não assenta numa divisão de propriedade; ao invés, o desenvolvimento da figura deu-se mediante a extensão a terceiros dos efeitos reflexos de certas obrigações, a que correspondeu, inversamente, uma compressão do conteúdo da posição do fiduciário⁶⁰¹.

IV. Disto que se disse pode avançar-se para uma conclusão mais ampla: a de que o estudo do negócio fiduciário parece ter motivado, nos universos analisados, uma revisitação de algumas máximas da dogmática civilística, que se encontrariam afinal *fragilizadas* em resultado da alteração dos pressupostos sobre os quais haviam sido erigidas. Isto sucederia com uma visão estrita do princípio do *numerus clausus* das situações jurídicas reais, mas também com a insistência na natureza absoluta e indivisível do direito patrimonial, ou no caráter sempre unitário do património de um devedor.

De um lado, estaria hoje ultrapassado o contexto ideológico, económico e social, prevalecente no tempo da revolução francesa e resultante do sistema feudal na *lunga eclissi medievale*⁶⁰², que impunha a concentração num único sujeito das prerrogativas de domínio sobre um determinado bem (fruição, gestão, disposição), contexto este que, como é sabido, havia estado na base da restrição imposta à autonomia privada na criação de direitos oponíveis *erga omnes*⁶⁰³. A tendência atual seria, ao invés, a de reconhecer uma progressiva importância — e tutela no tráfego — às posições jurídicas meramente obrigacionais, mesmo que *ocultas*⁶⁰⁴. A *fluidez* do princípio da tipicidade, de resto, seria já uma evidência à luz de

⁶⁰⁰ Cf. DE WALL/PAISLEY, “Trusts”, pp. 825 ss.

⁶⁰¹ Assim, escrevendo a respeito do direito sul africano, DE WALL, “Uniformity of Ownership”, pp. 441 ss.; para o direito escocês, “Patrimony not Equity”, pp. 429 ss.

⁶⁰² Cf. GAMBARO, “I trusts e l’evoluzione del diritto di proprietà”, p. 60.

⁶⁰³ Cf. COSTANZA, “Numerus clausus”, p. 424.

⁶⁰⁴ Nestes termos, WIEGAND, “Entwicklung”, pp. 132 ss.

evoluções do quadro normativo registadas para acorrer às necessidades do tráfego⁶⁰⁵, reveladoras de que a segurança jurídica não seria já um bem a proteger em absoluto⁶⁰⁶.

De outro lado, a própria evolução do sistema normativo, marcada pelo surgimento de novas formas de propriedade⁶⁰⁷, que puseram em crise o esquema unitário daquele *terrível direito*⁶⁰⁸, associada ao cada vez maior peso da função social do direito de propriedade⁶⁰⁹, teria posto em crise a configuração deste direito real modelar como dando sempre origem a um *domínio ilimitado e indivisível* sobre um bem, destinado a fornecer o máximo de utilidade económica a um só sujeito⁶¹⁰. Em particular, são reconhecidos certos efeitos jurídicos a vínculos de afetação funcional que gravam certas *posições proprietárias*⁶¹¹, conduzindo a uma verdadeira *emancipação* do conceito de *património* face ao de *propriedade*⁶¹². Daí o abandono do preconceito segundo o qual o *domínio jurídico* sobre um bem se identifica sempre o interesse prosseguido⁶¹³; e daí também a aceitação, ainda tímida mas inequívoca, de uma categoria de *propriedade vinculada*, admissível ainda no quadro do *numerus clausus* vigente⁶¹⁴.

⁶⁰⁵ Assim, para o direito alemão, WIEGAND, “Entwicklung”, pp. 128 ss., e “Numerus clausus”, pp. 640 ss., que invoca a *Sicherungseigentum*, a *Vorbehaltseigentum* e a *Eigentums-anwartschaft* como exemplos de figuras com eficácia real resultantes da consolidação jurisprudencial de práticas e usos comerciais. O mesmo faz GIUFFRÈ, *L'emersione*, pp. 101 ss., para direito italiano, oferecendo também exemplos do surgimento *praeter legem* de posições jurídicas reais. É mesmo interessante assinalar que esta diluição da força normativa da segurança do tráfego é mais evidente nalguns direitos continentais do que nos ordenamentos de *common law*, o que de novo contraria o sempre assumido pressuposto segundo o qual estes, muito mais do que aqueles, estão dispostos a tutelar interesses individuais; assim sucede, como assinalam GRAZIADEI/MATTEI/SMITH, “Commercial trusts in European private law”, p. 23, com a maior relevância normativa da reserva de propriedade em direitos como o alemão — ou o português —, quando comparada com a abordagem restritiva adotada no direito inglês.

⁶⁰⁶ Cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 316, suportando-se em WIEGAND, “Entwicklung”, p. 128.

⁶⁰⁷ Dado comum aos sistemas de *civil law* é o reconhecimento de inúmeras modalidades — legalmente reguladas — de propriedade limitada, vinculada, temporária, entre outros qualificativos (cf. FÖEX, *Le «numerus clausus»*, pp. 121 ss.), em que estão interditas ou suspensas faculdades tipicamente reconhecidas ao titular de um direito pleno, e que de resto se justificam não apenas pela projeção de interesses sociais, mas também para atender à esfera de interesses de sujeitos individuais — nestes termos, COSTANZA, “Numerus clausus”, p. 424.

⁶⁰⁸ Conceito unitário este que, de resto, não constituiria mais do que “*um parêntesis histórico relativamente breve*” (cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 322).

⁶⁰⁹ Cf. PUGLIATI, *La proprietà*, p. 15.

⁶¹⁰ Veja-se CALVO, “La tutela”, p. 58; COSTANZA, “Numerus clausus”, p. 425. GAMBARO, “I trusts”, refere os cada vez mais comuns casos de cisão de prerrogativas típicas como a fruição, gestão, titularidade e responsabilidade como demonstração da *tangibilidade* do conceito absoluto de propriedade.

⁶¹¹ Por exemplo, RAISER, “Funktionsteilung”, pp. 170 ss.

⁶¹² Cf. RUDDEN, “Things as things”, pp. 89 ss.

⁶¹³ Assim, MANES, *Fondazione fiduciaria*, p. 120.

⁶¹⁴ Neste sentido, por exemplo, WIEGAND, “Entwicklung”, p. 126.

Por fim, a progressiva consagração legal das conceções objetivistas do património — mediante a positivização de inúmeros exemplos de segregação patrimonial de escopo, muitos deles de fonte puramente contratual e, por vezes, nem sujeitos a exigências de publicidade — questionaria o carácter excecional da figura do *património autónomo* e, com isso, a vigência absoluta do clássico princípio da unidade patrimonial. Não sendo questionada a validade normativa do princípio de tutela dos interesses creditórios, que permanece um *travão* a que o devedor modifique unilateralmente e de forma arbitrária a massa patrimonial que responde pelas suas dívidas, é ainda assim colocada em crise a associação absoluta entre *unidade patrimonial* e *personalidade jurídica*, pressuposto em que assentavam as teorias clássicas do património, mas que o direito moderno desmente⁶¹⁵.

Não se trata, em qualquer caso, de pura e simplesmente considerar obsoletos estes princípios ou espúrias as coordenadas que deles emanam, e assim rejeitar a sua validade ou idoneidade para prosseguir objetivos indispensáveis, como a segurança do tráfego e a sua transparência para terceiros, designadamente credores⁶¹⁶. Nem tão pouco de, também numa posição extrema, sucumbir à dicotomia — que é ainda o suporte da jurisprudência alemã de tutela do *Treugeber* — que se basta com a oposição entre uma *propriedade formal e jurídica* a uma *propriedade económica ou material*. Esta dicotomia é sem dúvida expressiva, porquanto permite capturar de forma evidente a particular alocação do benefício económico (e risco) típico da relação fiduciária, mas faltam-lhe os necessários alicerces normativos. Trata-se sim de, tomando consciência de dogmas erigidos num outro tempo, sustentar uma sua interpretação que tenha em linha de conta a evolução do sistema normativo e institucional — evolução que o direito deve acompanhar —, e que acomode novos interesses do tráfego que a ordem jurídica é chamada também a tutelar, e vem tutelando. A disseminação do fenómeno fiduciário, associada a uma estabilização da segurança do comércio jurídico, parecem sugerir a necessidade de tutelar, de forma descomplexada, a posição dos beneficiários (económicos) de situações de atuação por conta de outrem. Aqui chegados, é com esta *perspetiva* que se avança para o estudo da esfera externa do negócio fiduciário de gestão no direito português⁶¹⁷.

⁶¹⁵ Cf. LUPOI, “The Civil Law Trusts”, p. 979; também GRIMALDI/BARRIÈRE, “Trust and *Fiducie*”, p. 796.

⁶¹⁶ FÖEX, Le «*numerus clausus*», p. 353.

⁶¹⁷ Nesta direção, DE WALL, “A European Law of Trusts?”, p. 179, nota também que a profusão de *trust-like devices* no tráfego hodierno (designadamente, os desenvolvidos no direito comercial e, em particular, no domínio mobiliário) não pode ser ignorada quando se pretenda enquadrar o fenómeno fiduciário no atual quadro normativo vigente nos direitos continentais.

§ 4.º Titularidade fiduciária, *destinação funcional* e delimitação da responsabilidade patrimonial do fiduciário

4.1 A oponibilidade do vínculo fiduciário aos credores gerais do fiduciário: enquadramento do problema na dogmática do *património*

I. É tempo de trazer para o direito português o problema da suscetibilidade de o património fiduciário ser *agredido* pelos credores gerais do fiduciário — *i.e.* aqueles credores cuja pretensão creditícia perante o fiduciário não emerge da atuação gestória deste por conta do fiduciante. Ponto de partida para a análise que se segue é, evidentemente, a delimitação do núcleo *definidor* e *irredutível* do negócio fiduciário de gestão, assente no reconhecimento ao fiduciário de um direito tendencialmente pleno e exclusivo sobre um determinado bem (uma coisa, uma prestação, etc.) — a denominada *esfera de poder fiduciário* —, cujo exercício está porém finalisticamente subordinado à prossecução de um interesse alheio — o do fiduciante —, nos termos previstos no *pactum fiduciae*. Deste instrumento emerge para o beneficiário uma pretensão obrigacional que lhe assegura o aproveitamento das utilidades e benefícios inerentes ao bem fiduciário, assim como a respetiva (re)transmissão (ou, em alternativa, a entrega do produto da sua alienação), para si ou para terceiro, uma vez cessada a relação fiduciária⁶¹⁸.

Os bens da fidúcia, sobre os quais vem impresso o *vínculo de destinação* que os subordina à *esfera de interesse do fiduciante*, não obstante constituírem um acervo patrimonial exclusivamente destinado à realização do escopo definido no negócio fiduciário, encontram-se destarte na plena e exclusiva titularidade do fiduciário. Contudo, traço característico e diferenciador da posição gestória decorrente do negócio fiduciário — e da peculiar *situação proprietária* que dele emerge — é a especial *imputação substancial* da situação jurídica que lhe subjaz, porquanto ele concretiza uma efetiva dissociação entre *titularidade jurídica* de um direito patrimonial e *interesse* no aproveitamento do bem que lhe está subjacente: a primeira permanece na esfera do fiduciário, enquanto o segundo é

⁶¹⁸ Remete-se genericamente para o que atrás ficou escrito no §2.º.

imputável à esfera do fiduciante. Consubstanciada embora num conjunto de pretensões de natureza obrigacional, aquela posição jurídica do beneficiário de um arranjo fiduciário não deixa de revestir características especiais, que a afasta das típicas posições creditícias relacionadas com a transmissão ou a restituição de um bem⁶¹⁹. Por saber está se sobre ela se projeta um regime jurídico particular, designadamente no que respeita à sua oponibilidade *para fora* da relação fiduciária⁶²⁰.

Enunciada em termos simples, a questão a que as próximas páginas procuram dar resposta é a de saber se, tendo como pano de fundo os postulados normativos em torno da responsabilidade patrimonial prevalecentes no direito privado — e tanto para um contexto de execução singular, como para um de insolvência⁶²¹ —, deve ser reconhecido ao património fiduciário o mesmo tratamento a que ficam sujeitos os demais bens de que o fiduciário é *proprietário*⁶²²; ou se, ao invés, aquela particular morfologia do negócio fiduciário permite — ou, melhor, impõe — uma outra solução, que aproxime os efeitos externos da relação fiduciária daquela que é a conformação material da sua dimensão interna. Interessa, por outras palavras, e numa primeira aproximação ao quadro normativo em concreto aplicável, determinar se o bem fiduciário integra o acervo patrimonial que responde pelas dívidas gerais do fiduciário — isto é, se integra a chamada *garantia geral* do fiduciário (cf. art. 601.º e art. 817.º) e, em sede processual, o conjunto dos bens suscetíveis de penhora (cf. art. 821.º CPC) ou a massa insolvente do fiduciário (cf. art. 46.º CIRE); ou se, pelo contrário, tal acervo patrimonial é afinal *insensível*⁶²³ às dívidas contraídas pelo fiduciário, dispondo o fiduciante, não obstante a sua posição de titular de um direito de crédito *prima facie* oponível ao fiduciário, de uma qualquer prerrogativa de *separação*⁶²⁴,

⁶¹⁹ Designadamente no que respeita à alocação ao credor — o fiduciante — do risco de perecimento ou desvalorização do bem fiduciário, em desvio ao postulado *casum sentit dominus* (cf. §2.º).

⁶²⁰ Escrevendo a respeito do direito espanhol, GARRIGUES, *Negocios Fiduciarios*, p. 82 ss., desenvolve uma construção marcadamente formalista, valorizando acima de tudo a efetiva transmissão da propriedade do bem da fidúcia para o fiduciário, um efeito pretendido pelo próprio fiduciante, e do qual não poderiam deixar de ser retiradas todas as consequências, designadamente a sua inclusão na massa insolvente do fiduciário.

⁶²¹ Na doutrina germânica, é assinalada a imperatividade deste paralelo entre a execução singular e a insolvência, uma vez que a ambos os cenários subjaz um mesmo princípio de responsabilidade patrimonial — por todos, GAUL, “Dogmatische Grundlagen”, p. 340.

⁶²² Beneficiando os credores do fiduciário de um *suplemento de garantia* sem que, economicamente, tal se justifique (vejam-se as palavras próximas de MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 76).

⁶²³ É a fórmula empregue por FERRER CORREIA, “Autonomia Patrimonial”, pp. 549 e *passim*, justamente para descrever o efeito tipicamente associados aos patrimónios separados.

⁶²⁴ Este termo é aqui usado de forma propositadamente *atécnica*, a fim de ilustrar, ainda sem grandes pretensões de rigor, a possibilidade de o fiduciante fazer valer a sua pretensão *material* sobre o bem fiduciário, não obstante ser titular apenas de um direito relativo contra o fiduciário.

seja num cenário de execução singular movida contra o fiduciário⁶²⁵, seja na insolvência deste⁶²⁶.

Sugerir a oponibilidade a terceiros — em especial, a credores do fiduciário — da posição jurídica em que se encontra investido o fiduciante implica necessariamente sugerir, olhando do prisma inverso, que determinados bens que se encontram na esfera de propriedade do fiduciário não respondem afinal pelas suas dívidas⁶²⁷. O mesmo é dizer que o reconhecimento de uma qualquer *eficácia externa* aos direitos resultantes do negócio fiduciário implicará sempre a sujeição de uma determinada massa de bens do fiduciário a um regime especial de responsabilidade por dívidas⁶²⁸. Afastar-se-ia o regime-regra que preside à delimitação da assim chamada *garantia geral das obrigações*⁶²⁹, emanação do princípio geral da responsabilidade obrigacional previsto no artigo 601.º, nos termos do qual pelo cumprimento de obrigações respondem *todos os bens (penhoráveis) do devedor*⁶³⁰, não sendo também aplicável a *par condicio creditorum* (cf. art. 604.º). É a indagação dos fundamentos normativos de um tal resultado que constitui o objeto das páginas que se seguem.

II. Aquela descrição dos efeitos característicos do negócio fiduciário e do conteúdo e da natureza das posições recíprocas em que ficam investidos fiduciante e fiduciário impede, de imediato, a recondução do fiduciário à categoria dos *credores privilegiados*⁶³¹, no sentido de titular de uma pretensão (real: de gozo ou garantia) genericamente oponível a

⁶²⁵ Usando para o efeito o expediente da *oposição mediante embargos de terceiro* (cf. art. 351.º CPC), invocando o seu *direito incompatível* — cf. §6.2 sobre a aplicação desta disposição ao negócio fiduciário.

⁶²⁶ Lançando mão, designadamente, do direito de separação previsto no art. 141.º CIRE — cf. §6.2 acerca do recurso pelo fiduciante a este regime jurídico.

⁶²⁷ Em sentido próximo, na literatura italiana, NERI, *Il trust*, p. 98.

⁶²⁸ É paralela a forma como, nos *mixed legal systems* a que atrás se fez referência (cf. §3.4) é colocado o problema da oponibilidade da posição do *beneficiary* aos credores gerais do *trustee*; a fundamentação de uma tal oponibilidade assenta não numa metamorfose da posição jurídica do primeiro, mas antes na separação patrimonial que a lei reconhece, prescindindo da atribuição ao vínculo fiduciário de uma qualificação *jusreal*; assim, por exemplo, GRETTON, “Trusts without Equity”, p. 602-603; REID, “The Idea of Mixed Legal Systems”, p. 31, e “Patrimony not Equity”, p. 427 ss.; DE WALL/PAISLEY, “Trusts”, pp. 839 ss.

⁶²⁹ Por todos, ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, II, p. 419; e MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, II, p. 301. VAZ SERRA, “Responsabilidade patrimonial”, p. 11, justifica o igual sentido das expressões *responsabilidade patrimonial* e *garantia geral* ou *genérica*, assumindo porém a preferência pela primeira, a fim de evitar confusões geradas pelo recurso à segunda, claramente polissémica.

⁶³⁰ É o património bruto de que fala ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, p. 843.

⁶³¹ A que faz referência, para um cenário de insolvência, o art. 47.º CIRE.

terceiros⁶³². Em poucas palavras, o direito de que o fiduciante é titular é *meramente creditório*⁶³³, e é a partir dessa qualificação que a análise do problema formulado deve avançar. Daqui não resulta — como o excursus pelos direitos estrangeiros deixou bem claro — a inevitabilidade de uma eficácia *relativa* da posição do fiduciante, inoponível a terceiros por lhe faltarem atributos jusreais. É todavia um dado normativo incontornável que, no nosso ordenamento, o *catálogo* vinculativo de situações jurídicas com vocação de oponibilidade *erga omnes*, mesmo quando considerada a prática jurisprudencial, não contempla nem uma propriedade fiduciária de natureza limitada, nem um direito real menor a que possa ser reconduzida a posição do fiduciante⁶³⁴.

Por isso, a via para uma eventual tutela daquela posição passa por explorar a possibilidade de reconhecer, como consequência do negócio fiduciário (atípico), um efeito de separação patrimonial, cuja consequência seja, independentemente da discussão em torno da natureza da pretensão reconhecida ao fiduciante, a exclusão do bem da fidúcia do *património expropriável* do fiduciário⁶³⁵. Adiantando, em benefício da exposição, alguns dados apurados no percurso analítico que se segue, ficará claro como é reconhecido um efeito de segregação patrimonial, de forma consistente e sistemática, às relações de natureza fiduciária expressamente reguladas na lei, como a outras situações jurídicas que partilham

⁶³² Na base desta configuração do negócio jurídico fiduciário e da dele decorrente titularidade fiduciária está, na realidade, a impossibilidade de uma abordagem tendente a reconhecer ao fiduciante uma posição jurídica real, ou híbrida, em termos por exemplo análogos aos sustentados por parte relevante da literatura jurídica alemã (cf. §3.1). Não se desconsidera a existência (e recente profusão) no ordenamento jurídico português de institutos legais que, na sua essência concretizando relações fiduciárias materialmente semelhantes àquela gerada pelo negócio fiduciário atípico, acabam por reconhecer ao fiduciante uma proteção de natureza real (designadamente recorrendo a um direito real de garantia ou um direito real de aquisição), e portanto reforçada. Não existem, ainda assim, no direito positivo português, considerando também a prática jurisprudencial, fundamentos suficientes para sustentar uma qualquer *coisificação* (*Verdinglichung*) dos direitos do fiduciante emergentes do *pactum fiduciae* atípico. Reconhecida esta impossibilidade de, fruto da projeção do princípio da tipicidade das situações jurídicas reais, atribuir à posição em que se encontra investido o fiduciante uma qualificação real, *quase-real*, ou híbrida, resulta impossível também a consideração do fiduciante como um qualquer credor privilegiado; *i.e.*, enquanto titular de uma posição jurídica real, de gozo ou garantia, que, projetando-se sobre o património fiduciário, constitua uma causa de preferência legítima sobre os demais credores.

⁶³³ A que não podem ser reconhecidos *efeitos reais* — cf. Ac. do STJ, de 16/03/2011 (LOPES DO REGO).

⁶³⁴ Em especial, inexistente no ordenamento jurídico português uma qualquer *prática constante* de reconhecimento pelos tribunais de externalidades à posição do fiduciante, muito menos dotada de convicção de obrigatoriedade geral, que permitisse, a partir dela, encontrar nesse costume jurisprudencial a fonte normativa de um novo direito real (uma propriedade fiduciária ou uma *coisificação* da posição do fiduciante) — sobre o costume jurisprudencial como fonte de direito e, especificamente, de situações jurídicas reais, OLIVEIRA ASCENSÃO, *A tipicidade*, pp. 248 ss. Será já de seguida demonstrado como a identificação de um costume de fonte jurisprudencial constitui a base dogmática de uma importante construção jusreal do fenómeno fiduciário no direito alemão (cf. §3.1).

⁶³⁵ Concebendo o efeito de separação patrimonial como paradigma de desvio à regra da *par conditio*, na doutrina italiana, veja-se a monografia de RASCIO, *La destinazione dei beni senza personalità giuridica*, p. 132.

como o fenómeno fiduciário de gestão algumas qualidades distintivas⁶³⁶. O que interessa saber é se essas constituem soluções excepcionais, previstas apenas para aqueles casos, ou se, porque o ordenamento atribui de forma genérica relevância jurídica à afetação finalística de um património fiduciário, o mesmo vale também para o negócio fiduciário atípico, impondo, em consequência, um efeito de segregação patrimonial e a exclusão do bem da fidúcia do património geral do fiduciário⁶³⁷. Daí que seja na dogmática do *património*⁶³⁸, e dos postulados que a ela surgem invariavelmente associados, que o problema se coloca; será aí, também, que ela encontrará a sua solução⁶³⁹. Assim sendo, a chave para o problema fiduciário enunciado reside numa correta apreensão do (atual) conceito normativo de *património do devedor* — entendido, no seu sentido técnico, enquanto esfera de garantia patrimonial de um sujeito — e na consequente determinação dos critérios que, no direito positivo de hoje, fundamentam normativamente a agregação de bens numa mesma esfera patrimonial.

Embora o possa parecer, pelo menos numa análise que tome como ponto de referência o que até hoje se elaborou entre nós a respeito do tema da separação patrimonial, não constitui uma qualquer extravagância sugerir a relevância jurídica de certas pretensões obrigacionais no quadro da delimitação do *património expropriável* do devedor. Ficou já assinalada a fluidez da fronteira que separa os direitos *in rem* e os direitos *in personam*, em resultado do reconhecimento de tutela reforçada a direitos de natureza puramente obrigacional, que se tornam oponíveis mesmo a terceiros, verificados determinados

⁶³⁶ Cf. §5.º.

⁶³⁷ Vimos atrás ter estado na base de relevantes construções doutrinárias alemãs precisamente esta perspetiva de *generalização* dos preceitos legais que, previstos para certas categorias de relações fiduciárias, assentam no reconhecimento normativo do bem fiduciário como um património autónomo; assim, por exemplo, a configuração proposta por COING do património fiduciário enquanto um “*Sondervermögen*” — cf. §3.1.

⁶³⁸ O domínio em que, afinal, se desenvolveram até hoje algumas das mais relevantes construções dogmáticas do problema da fidúcia. Para além da obra seminal de COING, *Treuhand*, pp. 86 ss., referida na nota anterior, relevam as posições de HIRSCHBERGER, *Doppeltreuhand*, p. 56; KÖTZ, *Trust und Treuhand*, pp. 134 ss.; LAMMEL, *Haftung*, p. 143; LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 388 e p. 847; LIEBICH/MATHEWS, *Treuhand und Treuhänder*, p. 17. Mais recentemente, o enquadramento do problema fiduciário no tema mais amplo da segregação patrimonial recebeu novo fôlego com as obras de LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 750 ss., e também, com um enquadramento particular na dogmática das sociedades civis, de GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 80 ss. e pp. 85 ss., e, para a *fiducia cum creditore*, N. WIEGAND, *Die Sicherungsgesellschaft*, pp. 85 ss. e pp. 114 ss.

⁶³⁹ A colocação do problema nestes termos, e neste terreno dogmático, é de resto aquilo que começa por separar, na origem, a hipótese que se sugere nesta dissertação daqueles outros trabalhos de fundo que trataram entre nós do tema do negócio fiduciário (designadamente, os de PEREIRA DAS NEVES e PESTANA DE VASCONCELOS). Independentemente da proximidade dos resultados a que em muitas questões problemáticas se chega, diverge o enquadramento dado à respetiva fundamentação, sendo neste trabalho assumido que é no seio da teoria do património e dos fenómenos de segregação patrimonial que este problema fiduciário deve encontrar resposta.

pressupostos⁶⁴⁰. O que se impõe é transportar essa discussão para o direito português, a fim de averiguar se e em que medida se pode discernir, entre nós, uma tendência semelhante àquela que vem sendo afirmada com sucesso (pelo menos) nos direitos alemão, inglês, suíço e italiano, e que reconhece em certos casos, e para efeito da delimitação da esfera de garantia patrimonial do devedor, externalidades a posições jurídicas obrigacionais. Em particular, interessa relacionar esse problema com os fenómenos de separação patrimonial e procurar saber se, como vem sendo sustentado noutros direitos — mesmo em direitos pertencentes de matriz *romano-germânica* —, pode um tal efeito de separação patrimonial ter como fundamento um direito de crédito, interferindo na conformação da esfera de garantia patrimonial do devedor e servindo de suporte suficiente para a oposição aos restantes credores, mediante o exercício legítimo de um direito de separação⁶⁴¹.

III. O que se disse até aqui não basta ainda para, neste enquadramento preliminar, justificar a opção de centrar a análise na dogmática do. Não se ignoram as tendências mais recentes da literatura (nem sequer apenas estrangeira) que se debruçou sobre o tema da relação fiduciária e que fundamentam a tutela externa do fiduciante numa perspetiva puramente obrigacional, prescindindo de — ou mesmo rejeitando de forma expressa — um reconhecimento de um verdadeiro efeito de separação patrimonial em sentido técnico.

De entre estas, merece em primeiro lugar referência a possibilidade, já ensaiada noutros ordenamentos, de enquadrar o dimensão externa da relação fiduciária na temática da eficácia externa das obrigações. Afinal, ao sustentar um qualquer nível de oponibilidade a terceiros — em especial, face a credores do fiduciário — da posição jurídica em que se encontra investido o fiduciante, sem prejuízo da manutenção da sua natureza relativa, estar-se-ia a quebrar um *dado apodíctico*⁶⁴² das obrigações: a sua *relatividade*, característica inversa à natureza (supostamente) absoluta dos direitos reais, por natureza aptos a valer

⁶⁴⁰ Cf. §3.º, em especial n.º 4 (síntese conclusiva).

⁶⁴¹ Como se adivinha, tudo isto convoca, por outro lado, o problema da relevância atual da aparência enquanto bem jurídico merecedor de tutela (absoluta); em causa está saber se o direito de hoje é ainda o *direito do tráfico*, que assegura uma proteção o mais ampla possível à aparência e designadamente à aparência de *propriedade* — com a consequente prevalência tendencialmente absoluta da titularidade jurídica enquanto critério delimitador da massa expropriável de um devedor; ou se, ao invés, o direito positivo reconhece já e atribui efeitos jurídicos à emergência de outros interesses individuais que, ao lado (e por vezes à custa) da segurança do tráfico, são igualmente merecedores de tutela, mesmo que fundados em pretensões puramente obrigacionais.

⁶⁴² Cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações)*, I, p. 347.

contra todos⁶⁴³. Ora, sem dúvida que se estará aqui perante um fenómeno de *eficácia externa* de uma relação obrigacional, se entendida num sentido lato: trata-se de saber se a posição jurídica de um credor — no caso, o fiduciante — se pode projetar na esfera de um terceiro, não permitindo que uma atuação deste último — no caso, a penhora do bem fiduciário ou a sua inclusão na massa insolvente — impeça o cumprimento por um devedor comum. A relatividade (na produção de efeitos⁶⁴⁴) típica e tendencial de um direito de crédito seria superada, reconhecendo-se ao fiduciante uma tutela eficaz perante terceiros. Sucede que a *eficácia externa das obrigações* constitui um instrumento dogmático de âmbito bem mais circunscrito, já tratado na literatura jurídica nacional⁶⁴⁵, que se materializa na tutela aquiliana de direitos de crédito por violação de um dever geral de respeito, não englobando todos os fenómenos de superação da eficácia relativa das obrigações. Significa isto, para o que aqui nos interessa, que os desvios à eficácia puramente interpartes das relações obrigacionais⁶⁴⁶ não se limitam ao quadro dogmático da *eficácia externa das*

⁶⁴³ Na fórmula de LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, pp. 250 ss. e pp. 259 ss. Essa é precisamente uma das vias tentadas no espaço jurídico germânico, relevando, acima dos demais, a posição de GRUNDMANN, que enquadra (e procura resolver) os problemas da *relação externa* da *Treuhand* à luz da doutrina da eficácia externa dos contratos; em maior detalhe, cf. §3.1.

⁶⁴⁴ Interessa deixar bem claro que a problemática da eficácia externa das obrigações não interfere com a chamada *relatividade estrutural* das obrigações, que se materializa na existência de uma relação jurídica (obrigacional). Está em causa um conceito puramente descritivo, assente numa análise formal do direito de crédito — este é, estruturalmente, um direito relativo, por pressupor o dever de uma pessoa determinada, o devedor, perante uma pessoa determinada, o credor. Do que se trata aqui, ao invés, é da *relatividade na produção de efeitos*, que se manifesta, nas obrigações, pela oponibilidade a terceiros que não sejam parte na relação obrigacional. Sobre esta classificação, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 350 ss.

⁶⁴⁵ Cf. indicações bibliográficas em §7.2, altura em que será feita referência ao debate em torno da própria admissibilidade da figura.

⁶⁴⁶ Recuperando a classificação a que atrás se fez referência, o tema da eventual tutela do fiduciante face a credores gerais do fiduciário é de facto um problema de desvio à eficácia (puramente) interpartes, não sendo a chamada *relatividade estrutural* da relação obrigacional que liga fiduciante e fiduciário afetada pelo eventual reconhecimento ao primeiro de tutela face a terceiros. Interessa detalhar a análise teórica deste ponto, até porque dele resultam importantes pressupostos do que adiante será dito a respeito de temas centrais deste trabalho, como a dicotomia entre direitos de crédito e direitos reais, ou o reconhecimento de externalidades a (certo tipo de) relações obrigacionais. Do que se trata, na relatividade estrutural, é da identificação (tendencial), para as obrigações, de uma relação jurídica que lhes serve de fundamento, por oposição à natureza absoluta dos direitos reais, caracterizados exclusivamente pela permissão normativa de aproveitamento de um bem e portanto independentes (nas acepções modernas) da existência de uma relação jurídica. Esta relatividade dos direitos de crédito é, claro está, passível de desvios, em que não é já discernível uma verdadeira relação obrigacional — como sucede com certos direitos potestativos ou com os direitos pessoais de gozo (MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, p. 352) —, pelo que constitui mais um princípio do que propriamente uma condição de qualificação daquele tipo de direitos subjetivos. Já a *relatividade na produção de efeitos* remete exclusivamente para a esfera de eficácia e, portanto, para a oponibilidade de uma relação obrigacional. Mais uma vez releva aqui uma graduação sugerida por MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 351 ss., que pode na verdade constituir um instrumento interpretativo e aplicativo de grande utilidade; trata-se da distinção entre oponibilidade forte, média e fraca. A *oponibilidade forte* traduzir-se-ia na possibilidade de o titular de um direito subjetivo fazer valê-lo *erga omnes*, como sucede tendencialmente nos direitos reais, ou apenas interpartes, como ao invés é o caso das relações obrigacionais. A *oponibilidade média*, por seu turno, materializar-se-ia já na possibilidade de imposição de certos deveres acessórios e instrumentais.

obrigações enquanto fonte de responsabilização aquiliana de terceiro, resultando também da interseção de outras regras e outros princípios previstos decorrentes de institutos específicos, que não apresentam sempre natureza periférica. Donde resulta a natureza de certa forma residual da dogmática tradicional da eficácia externa das obrigações; residual porque a ela se recorre nos casos em que a ordem jurídica não oferece outro fundamento, de âmbito mais particular, para a tutela pretendida, e apenas nesses. É por isso imperativo assinalar esta distinção, e aceitar as coordenadas que dela emanam⁶⁴⁷.

Transportando-nos para a questão de que se ocupa este capítulo, esta natureza residual do recurso à cláusula geral do art. 483.º, como mecanismo de tutela de um direito de crédito, impõe que primeiro se busque o fundamento para a (sugerida) proteção da posição do fiduciante justamente no quadro normativo que regula a responsabilidade patrimonial do devedor (*in casu*, o fiduciário). Há que indagar, primeiro, a eventual existência de elementos normativos bastantes que permitam ao fiduciante, enquanto credor do fiduciário, opor a sua pretensão ao bem fiduciário aos demais credores deste, impedindo que esta seja frustrada pela inclusão daquele bem da fidúcia na garantia genérica do fiduciário⁶⁴⁸. Só se for em vão esse esforço, por inexistirem fundamentos de direito positivo que habilitem um tal efeito de segregação patrimonial, se justificará o recurso à dogmática

Por fim, a *oponibilidade fraca* concretizaria uma pretensão geral de respeito. Uma vez mais, e como de resto a análise de direito comparado revelou, a caracterização dicotômica dos direitos reais, de um lado, e dos direitos de crédito, por outro, não será sempre simétrica no que diz respeito à consideração daquela classificação. Especificamente a respeito da *oponibilidade forte*, a tendência será, como se disse, a sua limitação às partes nas relações obrigacionais. É contudo cada vez mais claro que esta regra não vale sem exceção, e que fatores de índole teleológica e sistemática, por exemplo, lhe impõem significativos recortes negativos (MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, p. 356). Isto em resultado de ponderações normativas — que nem sempre se limitam a institutos excepcionais — que concretizam a prevalência de pretensões puramente obrigacionais sobre direitos oponíveis *erga omnes*, acabando as preocupações com a segurança do tráfego jurídico no direito civil *relativizadas* pela necessidade de acomodar a tutela de outros interesses individuais, em particular relacionados com a projeção da vontade das partes e da autonomia privada (neste termos, por exemplo, GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 323, suportando-se, aqui, na posição de WIEGAND, “Entwicklung”, pp. 133 ss.).

⁶⁴⁷ Refira-se, aliás, que uma das críticas mais contundentes à referida construção de GRUNDMANN assenta precisamente na ideia de que, aplicável ao negócio fiduciário, a limitação do acesso a determinados bens num contexto de execução singular ou insolvência resultante exclusivamente de um efeito reflexo do contrato fiduciário diluiria as fronteiras da *eficácia externa das obrigações* enquanto categoria dogmática do direito obrigacional, sem retirar desse enquadramento qualquer vantagem (cf. HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 60; PICHERER, *Sicherungsinstrumente*, p. 95).

⁶⁴⁸ Em causa estará, portanto, um desvio à regra segundo a qual, nas relações obrigacionais, a *oponibilidade forte* se dá exclusivamente entre as partes. Como se viu, a *oponibilidade forte* materializa-se, nos créditos, no direito à prestação, ao cumprimento. Ora, é precisamente isso que está em causa quando se pretende projetar um direito de crédito na esfera de terceiros, impedindo que uma sua ação — no caso, a satisfação de créditos próprios sobre um devedor comum à custa do bem fiduciário — possa frustrar a sua exigibilidade e o seu cumprimento. Está-se, no fundo, a permitir que o credor assegure o cumprimento da sua pretensão creditícia, opondo-o a terceiros.

da eficácia externa das obrigações⁶⁴⁹. Que fique claro: não sustento uma qualquer incompatibilidade, de índole prática ou teórica, entre o problema que aqui se pretende resolver com o recurso à tutela aquiliana com vista à responsabilização civil de um terceiro cuja atuação seja lesiva de um crédito alheio. Entendo todavia que esse é um percurso subsidiário, a testar apenas quando falhem — e se falharem — outras vias de âmbito mais específico.

IV. De forma paralela, ao enquadrar o primeiro problema da esfera externa da relação fiduciária no campo dogmático do património do devedor — e, dentro deste, dos fenómenos de separação patrimonial —, não ignoro o percurso advogado pelos estudos do fenómeno fiduciário mais divulgados entre nós, e que, mesmo focados na *fiducia cum creditore*, suportam a pretendida proteção do fiduciante encontrando no art. 1184.^o a sua âncora de direito positivo⁶⁵⁰. Esses entendimentos, que sem dúvida caminham na direção certa, andam próximos daquelas correntes que, nos tempos mais recentes, ganharam o suporte de importante doutrina alemã e que, rejeitando uma qualificação jusreal da posição jurídica do fiduciante e afirmando a natureza puramente obrigacional da posição jurídica deste, assentam o reconhecimento de externalidades da relação fiduciária numa interpretação teleológica daquelas normas — de direito civil, comercial, processual, etc. — que delimitam, direta e indiretamente, o património geral do devedor, passível de agressão pelos credores gerais⁶⁵¹. Na base destes entendimentos está uma interpretação do quadro normativo que rejeita a asserção comum segundo a qual a inclusão de bens no património do devedor obedece a critérios puramente formais — no caso, a titularidade de um direito

⁶⁴⁹ A natureza residual e genérica da eficácia externa das obrigações *strictu sensu* resulta evidente na exposição sobre o tema de MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 402 ss. O recurso ao instituto será justificado apenas nos casos de *oponibilidade fraca*, para enquadrar na tutela aquiliana o fundamento para a responsabilização de terceiro pela violação de um direito de crédito (cf. *id.*, pp. 403 ss.). Como se disse no texto, já o reconhecimento de eventuais desvios à relatividade fundados na oponibilidade forte ou média “*têm solução à luz dos respectivos institutos e não devem aqui [na temática da eficácia externa das obrigações] interferir*” (*id.*, p. 403). É este o raciocínio que leva o autor (*id.*, pp. 399-400), a retirar do âmbito da eficácia externa das obrigações os casos de oponibilidade forte de direito de crédito a terceiros *resolvidos* por recurso ao regime da impugnação pauliana e da ação subrogatória. E o mesmo sucede, como se virá a demonstrar, com o regime da oponibilidade da posição do mandante perante os credores do mandatário em caso de insolvência deste último, em que o recurso ao art. 1184.^o concretiza precisamente a extensão a terceiros da oponibilidade forte da pretensão creditícia de que o mandante é titular.

⁶⁵⁰ Em traços aqui simplificados, vão neste sentido as posições propugnadas, recentemente, por PESTANA DE VASCONCELOS e PEREIRA DAS NEVES.

⁶⁵¹ Como são os casos de BITTER, *Rechtsträgerschaft*; GAUL, *Neuere “Verdinglichungs”*, pp. 105 ss.; HENSSELER, *“Treuhandgeschäft”*, pp. 37 ss.; SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, ou WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*. Cf., detalhadamente, §3.1.

tendencialmente pleno e exclusivo —, sustentando, ao invés, que a tarefa de delimitação do património executável pelos credores gerais impõe, também, a consideração de critérios de índole material, que atentem à alocação económica dos bens e direitos em questão.

Ora, não pretendo nesta dissertação, pelo contrário, questionar a necessidade de uma correta consideração da teleologia imanente às normas, substantivas e processuais, que servem o propósito de delimitar o património do devedor; nem tão pouco colocar em crise a ideia de que dessa correta consideração resulta imperativa a valorização, mesmo que complementar, da alocação económica dos direitos patrimoniais. O problema é que esta abordagem, sem prejuízo da eloquente fundamentação que oferece para uma mais subtil interpretação do quadro legal, desconsidera o inevitável *efeito de separação patrimonial* que lhe subjaz. O resultado não deixa, por isso, de causar alguma estranheza: conclui-se que, para efeitos de regime, o bem da fidúcia não responde pelas dívidas gerais do fiduciário, mas simultaneamente nega-se a sua qualificação como património autónomo. Se o bem fiduciário não responde pelas dívidas gerais do seu titular, mas também não constitui um património separado, que outro estatuto lhe deve ser atribuído?

Daí que se imponha, antes de tudo, uma abordagem ao tema do património e, nesse âmbito, uma indagação cuidada e dogmaticamente descomprometida daquelas normas que denunciam a relevância, no direito positivo, da afetação económica de um determinado bem. De entre essas, releva o regime do mandato sem representação e o art. 1184.^o. Ao contrário do que — por omissão — parece ser a posição dos autores que até hoje se socorreram daquela disposição como instrumento de tutela do fiduciante, entende-se que só poderão ser apreendidos os objetivos normativos daquele regime, os pressupostos da sua aplicação assim como os seus efeitos jurídicos, se aquela disposição legal for trazida para o campo mais amplo da dogmática (da delimitação) do património do devedor. É que, num ordenamento jurídico, como o nosso, marcado ainda por um intenso formalismo, o recurso àquela disposição não pode prescindir do seu cabal enquadramento dogmático, sob pena de permanecer exposto — apesar de correto no seu ponto de partida — a críticas e fragilidades, que seriam todavia evitáveis sendo plenamente assumido e justificado o efeito de separação patrimonial que lhe está associado.

V. De que se fala quando, de acordo com as construções doutrinárias hoje prevalentes, se emprega a noção de *património do devedor*⁶⁵²? Definição comum é a que concebe o património como *acervo de posições jurídicas ativas avaliáveis em dinheiro pertencentes a uma pessoa*⁶⁵³. Em causa está o chamado *património bruto* ou *ilíquido*⁶⁵⁴, a

⁶⁵² A polissemia da noção de património (sinteticamente, sobre as várias acepções do termo, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral III)*, p. 124) — a que a lei recorre em diferentes contextos e para diferentes fins, sem dela fazer uma utilização consistente (LUPOI, *Trusts*, p. 565), nem tão pouco prever uma definição — impõe, antes de mais, que se proceda a uma delimitação essencial: interessa aqui, exclusivamente, o *património* enquanto esfera de direitos que responde pelas dívidas gerais de um sujeito. De outro modo dito, interessa a delimitação do conceito de *património* enquanto *massa de responsabilidade* (na literatura, *Vermögen im haftungsrechtlichen Sinne* — cf. LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 379). Prescindindo de entrar aqui na discussão em torno da construção de uma noção unitária de património, adequada à generalidade dos institutos em que ela é convocada, acompanho o entendimento doutrinal que reputa de impossível uma tal tarefa. Atenta a variabilidade das funções que esta noção jurídica desempenha no direito vigente e a diversidade dos critérios à luz dos quais a lei procede à aglutinação de patrimónios, só pela interpretação se poderá apurar o sentido preciso que, para cada contexto, a lei atribui à noção de património — cf. TRIMARCHI, *Patrimonio (nozione)*, 271 ss.; entre nós, Menezes Cordeiro, *Tratado (Parte Geral — Coisas)*, p. 185. Acompanho todavia também aqueles autores que encontram no domínio da responsabilidade obrigacional do devedor o campo em que a noção de património encontra uma função dogmática decisiva — cf., por todos, v. THUR, *Derecho Civil*, 1, pp. 396 ss. A inexistência de uma definição legal de património é um dado comum à generalidade das leis civis continentais; para além de no nosso Código Civil, não consta uma tal definição geral do BGB, do *Code Civil*, ou do *codice*. Aliás, não há sequer um recurso uniforme e consistente a esta noção, que umas vezes é expressamente referida, mas que, noutras, é substituído pela referência alternativa a *bens*. WITZ, *Droit de gage général*, p. 4, por exemplo, nota que a conceção clássica do património encontrou a sua âncora legal essencialmente nos art. 2092 e 2093 do *Code Civil*, nos quais nem por uma vez surge o termo *património*. Já para o direito alemão, LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 379, notam que o BGB não contém uma regulação geral do instituto.

⁶⁵³ Cf., por todos, CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral*, I, p. 141. Nesta perspetiva, o património não é constituído por coisas, que em rigor são apenas objeto de relações jurídicas, mas sim por direitos (subjettivos) e outras situações jurídicas a eles equiparáveis, desconsiderando as respetivas obrigações — cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral — Coisas)*, p. 184. Na doutrina clássica germânica, cf., por exemplo, ENNECCERUS/NIPPERDEY, *Allgemeiner Teil*, pp. 556 ss.; v. THUR, *Derecho Civil*, 1, pp. 390 ss. Assim delimitada, a definição comum enunciada no texto permite, desde logo, individualizar três traços inquestionáveis que integram aquilo que um autor designou como o “*domínio objectivo elementar da noção de património*” (cf. PAULO CUNHA, *Do Património*, p. 352): a saber, a *variabilidade* do património, o *carácter pecuniário* dos elementos que o compõem e a *rejeição*, atualmente predominante, da ideia do património enquanto *universalidade jurídica*. A *variabilidade* do património denota a sua natureza potencialmente dinâmica (cf. MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, II, p. 302): o conteúdo do património de um sujeito é mutável, na medida em que vai os bens que o integram vão sendo sujeitos a vicissitudes, provocadas pelo próprio titular — que ao longo da sua vida vai adquirindo ou alienando bens, constituindo e solvendo obrigações —, por um terceiro — por exemplo, mediante o exercício de um direito potestativo com impacto no conteúdo de uma esfera patrimonial alheia —, como ainda simplesmente emergentes de facto jurídico — *v.g.*, a destruição de um bem por forças da natureza (cf. PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral*, p. 96 ss.). Explica esta variabilidade o chamado princípio da subrogação real, nos termos do qual cada bem que sai do património é, por regra, substituído por um outro que, mesmo quantitativa ou qualitativamente distinto do original, acaba por receber o mesmo estatuto jurídico. Em segundo lugar, é característica necessária dos elementos que compõem o património a sua *pecuniariedade*, *i.e.* a suscetibilidade de avaliação em dinheiro (cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral I*, p. 206); o património do devedor é composto apenas pelos direitos subjettivos idóneos para ser transacionados em mercado contra uma prestação pecuniária, ou cuja fruição permita, pela sua natureza, que dele seja feita uma avaliação económica (LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 380); assinalando já que a transmissibilidade como característica necessária dos bens (pecuniários) que integram o património, CABRAL DE MONCADA, *Lições*, p. 79. Para uma rejeição da ideia segundo a qual a pecuniariedade não constituiria requisito essencial da patrimonialidade, cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral I*, p. 207-208.). Donde a distinção entre a noção de património, necessariamente mais restrita, e a de esfera jurídica de um sujeito, esta última abrangendo já a totalidade das suas relações jurídicas, patrimoniais e outras — cf. MOTA PINTO, *Teoria geral*, p. 346, e também OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral I)*, p. 156, e PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral*, p. 96. Nos conceitos de património e esfera jurídica estão em causa “*dois*

noção de património convocada pelo quadro normativo da responsabilidade patrimonial⁶⁵⁵ e, por isso mesmo, aquela que agora interessa⁶⁵⁶. Basta porém uma primeira leitura desta fórmula para, de imediato, constatar a posição central que nela assume a imputação patrimonial a partir da titularidade de direitos⁶⁵⁷. Ao mesmo tempo que parecem nela irrelevantes considerações finalísticas relacionadas com a *afetação funcional* dos direitos que integram o património, que assim não interferem na delimitação da *esfera expropriável* de um devedor.

De acordo com a doutrina mais difundida entre nós — que se entronca numa tradição jurídica bem consolidada nos direitos continentais⁶⁵⁸, mas que, como pretendo

círculos concêntricos, sendo o primeiro o de menor raio (cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral I*, p. 210). Por fim, releva a rejeição, hoje praticamente unânime, de que o património do devedor constitui uma *universalidade jurídica*, não podendo, por isso, o património ser objeto único de um direito. Tradicionalmente, a caracterização do património como uma *universitas iuris* resultava da conceção do património enquanto agregado de direitos subjetivos de natureza patrimonial que se encontram unificados a partir da personalidade jurídica do seu titular, estando em geral afetos à satisfação das suas necessidades e à prossecução dos seus objetivos; o património representaria, nessa medida, uma realidade distinta dos elementos que o integram a cada momento. É contudo hoje pacífico que, para os fins normativamente relevantes, o património do devedor não existe como realidade jurídica autónoma e independente dos elementos (direitos subjetivos) que o integram, suscetível de um tratamento jurídico diferenciado — cf. MOTA PINTO, *Teoria geral*, p. 346. Em consequência, nem o sujeito “titular” do património dispõe de um qualquer direito para alienar em bloco, *uno actu*, o património, tendo antes, para isso, de realizar tantos atos jurídicos de alienação quantos os direitos que o integram; nem aos seus credores é reconhecido um direito de agressão geral daquele património. Porque incontroversas, estas três características não vão merecer mais do que esta breve referência.

⁶⁵⁴ Cf., na literatura, MOTA PINTO, *Teoria geral*, p. 345; no mesmo sentido, também ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, p. 843, e ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, II, p. 419.

⁶⁵⁵ Neste sentido, por exemplo, MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, p. 206; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral III)*, p. 125; na literatura germânica, denotando ser esta a noção relevante *im Sinne der Konkursordnung*, WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 56.

⁶⁵⁶ É irrelevante para o âmbito que nos interessa percorrer a noção de *património global*, assim designado por agregar a totalidade das situações jurídicas ativas e passivas de carácter patrimonial que, em cada momento, se encontram na titularidade de uma pessoa e cuja unidade é reconhecida em função da imputação a um mesmo sujeito (cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, p. 205, que identifica esta noção de património global com o *resultado jurídico-económico da atividade de uma pessoa*; ver, também, MOTA PINTO, *Teoria geral*, p. 344). Por outro lado, fala-se por vezes na doutrina do chamado *património líquido* ou do *saldo patrimonial*, correspondente ao resultado do encontro entre as relações ativas e passivas de um sujeito (cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, p. 207; MOTA PINTO, *Teoria geral*, p. 346). De acordo com o entendimento comum, estará aqui em causa um conceito puramente económico, de limitada relevância jurídica; em particular, não lhe é na literatura reconhecida qualquer relevância desta ideia de património líquido na delimitação da garantia patrimonial do devedor, mesmo nos casos em que determinados bens surjam onerados — mesmo fora do quadro das garantias especiais — por obrigações que, na realidade, os neutralizem de um prisma económico. Contudo, pelo menos em alguns quadrantes, esta ideia de *património líquido* parece mesmo estar na base de importantes opções normativas a respeito no quadro da responsabilidade patrimonial (cf., por exemplo, §5.1, a respeito do regime de responsabilidade do mandatário sem representação).

⁶⁵⁷ Entre nós, por exemplo, P. ROMANO MARTINEZ, *Direito das Obrigações*, p. 245.

⁶⁵⁸ Sem prejuízo do maior aprofundamento dogmático registado na literatura italiana, são inequívocas as proximidades entre as conceções consolidadas na doutrina portuguesa e o que foi sendo escrito a respeito do art. 2740 *codice*, preceito legal que, como é sabido, inspirou o nosso art. 601.^o Na doutrina italiana, o entendimento tradicional e ainda dominante em torno da noção de património, assente na delimitação da garantia patrimonial com base na titularidade de direitos e, acima de todos, na titularidade do direito de

demonstrar, não reflete ainda avanços dogmáticos recentes que mitigam alguns dos seus postulados⁶⁵⁹ —, a identificação da *titularidade* como critério jurídico agregador do acervo patrimonial que responde pelas dívidas de um sujeito resulta, no plano do direito positivo — e de forma aparentemente indiscutível —, do teor do art. 601.⁶⁶⁰, que subordina a responsabilidade por dívidas *todos os bens do devedor*. Deste dispositivo legal resultaria a consagração da chamada *garantia comum, geral ou genérica*⁶⁶¹, determinada ao tempo da execução⁶⁶² e composta pela generalidade dos direitos patrimoniais de que o devedor é devedor, adquiridos tanto antes como depois da constituição do crédito exequendo⁶⁶³. Ao lado desta ideia de garantia genérica, e como seu corolário, é afirmado a regra da *par condicio creditorum* (cf. art. 604.^o), que vem impor a paridade de todos os credores quirografários na satisfação das suas pretensões creditícias (que pode ser proporcional,

propriedade, é bem representado pelas obras clássicas de BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, II, pp. 143 ss.; BARBIERA, “Responsabilità patrimoniale”, pp. 59 ss. Mais recentemente, também G. ALPA, *Manuale di Diritto Privato*, p. 197, seguindo de perto a posição clássica de TRIMARCHI, sublinha como critério agregador de bens num mesmo património justamente a *unicidade do respetivo titular*. especificamente sobre a relação estabelecida entre o princípio da garantia genérica e a *par condicio creditorum*, prevista no direito italiano no art. 2741 *codice*, cf. MESSINEO, *Manuale di diritto civile e commerciale*, III, p. 70. Para uma perspetiva atual, e crítica, destas construções, cf. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 4 ss., pp. 69 ss., e *passim*. No direito espanhol, assinalando também a *vocação universal* da responsabilidade patrimonial, assente na imputação (subjettiva) dos bens ao devedor, cf., por todos, DíEZ-PICADO, *Fundamentos*, pp. 147 ss. e pp. 902 ss.

⁶⁵⁹ Com efeito, estão ainda por percorrer – na doutrina portuguesa, como nos tribunais — aqueles caminhos que vimos ser seguidos já no direito alemão (cf. §3.1), bem como nos direitos italianos e suíços (cf. §3.2), apontam, como notado, para uma progressiva diluição da titularidade enquanto critério tendencialmente absoluto na circunscrição da massa de responsabilidade do devedor, sendo antes aberto o espaço para a interferência de ponderações de índole funcional que atentam já à efetiva *destinação económica* de um certo bem (cf., também, a síntese conclusiva do percurso juscomparativo em §3.4).

⁶⁶⁰ Como se diz na nota anterior, este preceito do Código Civil tem a sua inspiração direta no art. 2740 *codice*, nos termos do qual — 1: *Il debitore risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e future*. 2: *Le limitazioni della responsabilità non sono ammesse se non nei casi stabiliti dalla legge*. Este, por sua vez, enquadra-se na tradição clássica, cujas origens normativas remontam ao art. 2092 do Código de Napoleão: *Quiconque s'est obligé personnellement, est tenu de remplir son engagement sur tous ses biens mobiliers et immobiliers, présents et à venir* (como também ao art. 1948 do código civil italiano de 1865).

⁶⁶¹ Cf. CASTRO MENDES, *Teoria Geral*, I, p. 92, identificando esta como a *função externa* do património; MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, II, p. 301; ROMANO MARTINEZ/FUZETA DA PONTE, *Garantias do Cumprimento*, p. 13; CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral*, p. 146; PINTO DUARTE, *Direitos reais*, p. 213, define-a como a *garantia primária* de qualquer crédito. Sobre a questão, que hoje não divide a doutrina portuguesa, de saber se o património geral do devedor constitui uma garantia em sentido técnico, por oposições às garantias especiais, porque incidentes sobre bens particulares e portanto de intensidade reforçada, J. COSTA GOMES, *Assunção fidejussória*, pp. 14 ss., MENEZES LEITÃO, *Garantia das Obrigações*, pp. 58 ss. Afinal, a garantia geral de que aqui se fala não constitui qualquer reforço quantitativo ou qualitativo tendo em vista a satisfação do crédito, refletindo apenas a possibilidade de acesso pelo credor ao património do devedor. Merecem a este respeito referência aquelas vozes que, na doutrina mais antiga, consideravam mesmo que a expressão garantia deveria ser reservada apenas para enquadrar as garantias especiais; assim, por exemplo, GUILHERME MOREIRA, *Patrimónios autónomos nas obrigações*, p. 48 ss.; sobre este tema, cf. nota 750.

⁶⁶² Por todos, ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, II, p. 419.

⁶⁶³ Cf. ROMANO MARTINEZ / FUZETA DA PONTE, *Garantias do Cumprimento*, p. 14.

quando for insuficiente aquele património executável do devedor)⁶⁶⁴, exceto quando sobre os bens do devedor recaia alguma causa legítima de preferência — *i.e.* nos casos, necessariamente tipificados na lei, em que uma garantia específica prevalece sobre a *garantia geral*⁶⁶⁵.

Como corolário desta conceção centrada na *propriedade* dos bens — e indiferente a valorações da *afetação funcional* — a natureza real ou obrigacional das posições jurídicas em confronto é determinante para a delimitação da esfera de responsabilidade patrimonial do devedor e para a determinação das posições recíprocas de diferentes classes de credores. É a titularidade de um direito real — *maxime* de propriedade — que atrai um determinado bem para aquela *garantia geral* o devedor; como é da titularidade de um direito real (de gozo ou garantia) que depende a intromissão no funcionamento normal da *par conditio creditorum* e o reconhecimento de prioridade a um credor ou classe de credores⁶⁶⁶. Prevalece, em suma, uma perspetiva eminentemente *estática e formalista*, que, de resto, se reflete na literatura que trata o negócio fiduciário — mesmo na mais recente⁶⁶⁷ —, que não questionou também os postulados dominantes da teoria do património do devedor⁶⁶⁸.

VI. Por seu turno, foi inevitável a projeção desta construção na dogmática dos *patrimónios autónomos* ou *separados*⁶⁶⁹, fenómenos jurídicos determinantes na delimitação

⁶⁶⁴ Cf. ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, II, p. 430; MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, II, p. 302; MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, p. 386; ROMANO MARTINEZ/FUZETA DA PONTE, *Garantias do Cumprimento*, pp. 13-14.

⁶⁶⁵ A ideia de garantia genérica corresponde assim a uma perspetiva objetiva do regime da responsabilidade patrimonial, determinando que todos os bens sem distinção respondem pelas dívidas do seu titular, enquanto a *par conditio creditorum* corresponde ao perfil subjetivo daquele estatuto, determinando que os credores se encontram todos em posição de igualdade, exceto se forem titulares de um qualquer direito específico de garantia que lhes assegure prevalência num contexto de execução ou liquidação do património do devedor — nestes termos, NASI, *Titolo del credito e concorsualità nell'espropriazione*, p. 13.

⁶⁶⁶ Referindo que o princípio da igualdade entre credores é afastado pelas disposições próprias das garantias reais que incidam sobre bens do devedor, uma vez que, em medidas diversas, elas dariam aos seus titulares a faculdade de se pagarem com preferência sobre os outros credores — PINTO DUARTE, *Curso*, p. 214.

⁶⁶⁷ Por exemplo, PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, pp. 293-294, expressamente aceitando que, sendo o fiduciário titular em nome próprio do bem fiduciado, este não *pode ser separado da massa falida e restituído ao fiduciante*; cf., também, LEITE DE CAMPOS / VAZ TOMÉ, *A propriedade fiduciária*, pp. 224-225.

⁶⁶⁸ Assim, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 203 ss., que, sem prejuízo de procurar (e encontrar) fundamentos de direito positivo para tutelar o fiduciante na insolvência do fiduciário, parte ainda assim do pressuposto, aceite sem dúvidas, de que os bens fiduciários, “gerando um acréscimo do património (bruto)” do fiduciário, “tendo em conta as disposições que regulam a responsabilidade patrimonial, (...) respondem pelas dívidas do seu titular”.

⁶⁶⁹ Na literatura jurídica portuguesa, estes dois conceitos são utilizados de forma indiferenciada (cf. ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, p. 845; ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, II, p. 423; MANUEL DE

da esfera de responsabilidade do devedor⁶⁷⁰. Estes são caracterizados na literatura como *massas*⁶⁷¹ ou *centros*⁶⁷² patrimoniais que, pertencendo a um ou mais titulares, estão sujeitos a um tratamento jurídico particular, que se materializa num especial estatuto de responsabilidade por dívidas⁶⁷³. Elemento tipificante essencial é, portanto, o reconhecimento normativo para efeitos de responsabilidade por dívidas de uma separação — ainda que sujeita a graus — entre este acervo patrimonial e o restante património do sujeito titular⁶⁷⁴. O efeito típico da separação patrimonial é assim, nas palavras de um autor, a diversificação do regime das *ações executivas* a respeito de um mesmo devedor, e em consequência a criação de diversas categorias de credores⁶⁷⁵. Já outros efeitos jurídicos que

ANDRADE, *Teoria Geral I*, p. 217; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral III)*, p. 126. J. GOMES DA SILVA, *Herança*, pp. 144-145, propõe uma categorização, reservando a expressão *património autónomo* para aquelas situações em que falta ou é incerto o respetivo titular, “sendo a autonomia uma compensação da falta desse titular”, e a de *património separado* para aqueles acervos que pertencem a uma pessoa, “mas constituindo uma massa autónoma do restante património”. Na doutrina italiana, por exemplo, onde as duas categorias são distinguidas por referência à pertença a mais do que um sujeito — património autónomo —, ou a apenas um sujeito — património separado; assim, por exemplo, BIGLIAZZI-GERI, “Patrimonio autonomo e separato”, pp. 284 ss., e “A proposito di patrimonio autonomo e separato”, p. 110. A distinção, porque alegadamente inútil, é criticada por PINO, *Il patrimonio separato*, p. 120, para quem o problema dogmático fundamental em torno dos fenómenos de segregação patrimonial reside não na imputação a um ou mais sujeitos, mas antes e decisivamente na determinação das condições em que um vínculo de destinação permite o reconhecimento de um diferente estatuto jurídico a um acervo patrimonial.

⁶⁷⁰ Para além de pelas causas de preferência expressamente reconhecidas como desvios à *par condicio creditorum*, a *garantia genérica* do devedor é igualmente limitada, dispõe o art. 601.º, pelos *regimes especialmente estabelecidos em consequência da separação de patrimónios*. Curiosamente, ou talvez não tanto, os fenómenos de separação patrimonial não surgem expressamente concebidos como *causa legítima de preferência* nos termos do art. 604.º, como que sugerindo a lei que estas dizem respeito apenas ao chamado património geral. No anteprojeto de VAZ SERRA, “Responsabilidade Patrimonial”, pp. 5 ss., que é a fonte do texto vigente, referiam-se adicionalmente a separação de patrimónios, a penhora e o arresto (pp. 114 ss.).

⁶⁷¹ Cf. CASTRO MENDES, *Teoria Geral*, p. 96.

⁶⁷² Cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral I*, p. 217.

⁶⁷³ Assim, ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, II, pp. 423 ss.; MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral I*, pp. 217 ss.; MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, pp. 501-502; MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, II, pp. 324-325, e *Garantia das Obrigações*, pp. 295-296; MOTA PINTO, *Teoria geral*, pp. 347 ss.; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral I)*, p. 231, e *Direito Civil (Teoria Geral III)*, pp. 126 ss.; na doutrina mais antiga, cf., por exemplo, GUILHERME MOREIRA, “Patrimónios Autónomos”, p. 50.

⁶⁷⁴ Cf. CASTRO MENDES, *Teoria Geral*, p. 96; MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral I*, p. 219. Em sentido próximo, HÖRSTER, *A parte geral do código civil português*, pp. 193 ss., seguido, no domínio da literatura que se debruçou sobre o negócio fiduciário, por PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 203, nota 445. Tipicamente, não basta um regime de preferência para que de um património separado se trate; exige-se, ao invés, um fenómeno de exclusividade: *aquele conjunto de bens responde apenas por certas dívidas, pelas quais, a seu turno, só respondem estes bens* — cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral I*, p. 219. A verdade é que a separação pode não ser total, perfeita ou absoluta, uma vez que o direito positivo consagra regimes de simples preferência aos credores do património autónomo sobre outros credores do devedor, ou a exigência de prévia excussão dos bens do património autónomo — isso mesmo notam, por exemplo, ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, p. 845; FERRER CORREIA, “A Autonomia Patrimonial”, pp. 548-549; MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, II, p. 325; e OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral III)*, pp. 126-127. Veremos alguns exemplos disso mesmo adiante (cf. §5.º).

⁶⁷⁵ Nestes termos, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 19. Por outro lado, existindo dívidas próprias do património autónomo, aquelas relacionadas com a função específica a que aquele se

poderiam ser também associados ao reconhecimento de um património separado — como a limitação de poderes de disposição do respetivo titular — são pura e simplesmente ignoradas nas fórmulas usadas para descrever o núcleo definidor do fenómeno⁶⁷⁶.

Mesmo que apenas de forma subliminar, aquela abordagem estática e formalista empregue pela doutrina dominante para delimitar o património geral do devedor, centrada na titularidade — e, por esta via, à personalidade jurídica — enquanto elemento agregador do património⁶⁷⁷, condicionou, e condiciona hoje ainda, a dogmática dos patrimónios autónomos⁶⁷⁸. É ainda afirmada vigorosamente a *indivisibilidade* do património fora das hipóteses autorizadas na lei, de que resultaria a natureza verdadeiramente excecional dos fenómenos de separação patrimonial⁶⁷⁹. Enquanto desvios a um suposto *princípio da unidade do património*, os exemplos de segregação patrimonial aparecem sempre enquadrados num contexto de estrita tipicidade⁶⁸⁰, e dependentes de prévia e excecional habilitação no direito positivo⁶⁸¹ e quase sempre relegados para domínios marginais e

encontra afeto, por elas responderão os bens que integram aquele acervo segregado — cf. ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, II, p. 424; MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, pp. 219-220; MOTA PINTO, *Teoria geral*, p. 348.

⁶⁷⁶ Ao contrário, também aqui, do que vai sendo a direção apontada pela doutrina mais recente nalguns ordenamentos continentais — em particular, uma vez mais, o alemão (cf. §3.1) — onde é progressivamente aceite que as prerrogativas do titular de um património separado se encontram também *contaminadas* por aquele efeito de segregação patrimonial, que assim não se faz sentir apenas na delimitação da esfera de responsabilidade.

⁶⁷⁷ Bem patente, por exemplo, em VAZ SERRA, “Responsabilidade patrimonial”, pp. 35 ss., que simplesmente assume, sem sequer suscitar a questão, que a ideia de património do devedor equivale à esfera de direitos na sua titularidade.

⁶⁷⁸ Na doutrina italiana, MEUCCI, *La destinazione di beni*, pp. 37-38, nota que a problemática dos patrimónios separados não foi objeto de um aprofundamento crítico precisamente em resultado da tradicional interdependência entre as noções de *subjetividade e património*.

⁶⁷⁹ Assim, CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral*, I, pp. 151 ss. “*Os sujeitos não podem por acordo criar patrimónios autónomos. Só a lei o pode fazer*”, afirma PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das garantias*, p. 542, apesar de, logo depois, referir o art. 1184.º, consagrado no âmbito de um tipo contratual — dependente amplamente do exercício a autonomia privada — como exemplo de um fenómeno de segregação patrimonial. No mesmo sentido, MENEZES LEITÃO, *Garantias das Obrigações*, p. 295; e J. COSTA GOMES, “A esfera de bens impenhoráveis”, p. 277.

⁶⁸⁰ PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, I, p. 620, integram os patrimónios autónomos no quadro das “outras” causas legítimas de preferência previstas na lei a que se refere a parte final do art. 604.º/2, num entendimento que parece ser acolhido por PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das Garantias*, p. 542; sobre o recurso aos patrimónios autónomos como instrumento de garantia, cf. este último autor, p. 564, e MENEZES LEITÃO, *Garantia das Obrigações*, pp. 295-296. Esta natureza excecional dos fenómenos de segregação patrimonial é depois aceite na jurisprudência, onde o tema não é porém tratado com profundidade; a título exemplificativo, veja-se os Ac. do STJ, de 7/7/2010 (SOUSA GRANDÃO), o Ac. do STJ, de 13/3/2002 (DINIZ TORRES) ou o Ac. da RC, de 5/03/1996 (FERNANDES DA SILVA).

⁶⁸¹ Entre nós, o reconhecimento de que a separação patrimonial constitui um efeito jurídico vedado à autonomia privada é expresse, por exemplo, em ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, II, p. 423. LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 386, referem a existência, neste domínio, de um verdadeiro *numerus clausus*. Na jurisprudência, afirma-se que “para que haja um património autónomo torna-se necessária uma afectação legal, e não subjectiva, que se afaste do princípio geral da par conditio creditorum (...)” — cf. Ac. do STJ, de

funções limitadas⁶⁸². Isso mesmo manifesta-se na tendência, transversal na doutrina, para identificar como casos paradigmáticos de separação patrimonial apenas institutos jurídicos que, não obstante a sua inequívoca relevância no tráfego e lastro histórico, servem propósitos específicos e de alcance limitado (de conservação ou liquidação) e em que é efetivamente reduzido o espaço de conformação reconhecido à autonomia privada⁶⁸³. Ao mesmo tempo, são inexistentes neste discurso referências a outras figuras que, assentes também num efeito de separação patrimonial, revelam uma muito maior vocação expansiva e aptidão para a prossecução de finalidades produtivas e de investimento, para além de dependerem, em grande medida, do exercício da autonomia privada⁶⁸⁴.

Apesar de, como se disse, ser usualmente apontado como *critério de reconhecimento*⁶⁸⁵ da autonomia patrimonial um especial regime de responsabilidade por dívidas, este entendimento dominante não deixa de notar que a segregação de patrimónios, prescindindo da criação de um novo ente jurídico⁶⁸⁶, não dispensa a afetação dos bens em causa a uma função pré-estabelecida⁶⁸⁷. Ao lado do património de afetação geral, o património autónomo surge assente numa especial destinação funcional, que se materializa

13/3/2002 (DINIZ TORRES). Também neste sentido, na literatura alemã, cf. v. TUHR, *Derecho Civil*, I, p. 394-395; ENNECCERUS/NIPPERDEY, *Allgemeiner Teil*, p. 559; na doutrina italiana, BARBIERA, *Responsabilità patrimoniale*, p. 59, e, já antes, *Garanzia del credito e autonomia privata*, pp. 71 ss.; NICOLÒ, *Della responsabilità patrimoniale*, pp. 15-16; mais recentemente, CASTRONOVO, “Il trust e sostiene Lupoi”, p. 449; na literatura francesa, WITZ, *La fiducie*, p. 279.

⁶⁸² A doutrina italiana recente é profícua em estudos centrados no tema da responsabilidade patrimonial e, neste âmbito, particularmente no âmbito dos fenómenos de segregação patrimonial; nestes, é patente uma tendência inequívoca, que encontra poucas vozes dissonantes, no sentido da estrita imperatividade do princípio da unidade do património do devedor, remetendo para um domínio de tipicidade as manifestações de segregação patrimonial — cf., nestes termos, por exemplo, P. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 102 ss.; R. QUADRI, *La destinazione patrimoniale*, pp. 330 ss.; R. SANTAGATA, *Patrimoni Destinati e Rapporti Intergestori*; A. ZOPPINI, “Autonomia e separazione del patrimonio”, pp. 545 ss.

⁶⁸³ Exemplos tipicamente enunciados são o património da herança em relação ao herdeiro (art. 2070.^o e 2071.^o), a meação nos bens comuns do casal, em relação aos bens próprios dos cônjuges (art. 1695.^o e 1696.^o) — cf., por todos, PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, I, p. 618.

⁶⁸⁴ Especificamente, são inexistentes, na doutrina portuguesa, mesmo na mais atual, esforços sérios de revisitação dogmática do tema da separação patrimonial motivados seja por uma consideração do regime do mandato sem representação, e em particular da norma vertida no art. 1184.^o, seja também através da valorização, de um prisma dogmático, do fenómeno de profusão de institutos assentes na segregação patrimonial, particularmente evidente em certos domínios do direito comercial. É justamente essa via que pretendo seguir mais adiante — cf. §5.^o.

⁶⁸⁵ Cf. MOTA PINTO, *Teoria geral*, p. 347.

⁶⁸⁶ Na expressão de SPADA, “Autonomia patrimoniale e nuova legislazione commerciale”, p. 2, “superando a premissa naturalística”.

⁶⁸⁷ Por todos, MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, p. 220; VAZ SERRA, “Responsabilidade patrimonial”, pp. 39-40. Esta valorização do elemento objetivo era particularmente patente nos autores que, nas primeiras décadas do século XX, se afirmaram defensores das então denominadas teorias modernas do património, que viam o património como algo de objetivo, independente do seu titular, unificado em função do seu fim — cf., por exemplo, GUILHERME MOREIRA, “Patrimónios Autónomos”, p. 49 ss.

na prossecução de um interesse pré-constituído e individualizado; porém, fruto de uma evidente — mas questionável — mistificação da ideia de indivisibilidade do património⁶⁸⁸, resultante da projeção que nele teriam as características da personalidade jurídica, este reconhecimento da *especial função* dos patrimónios autónomos surge amplamente mitigado⁶⁸⁹. Coerente com o pressuposto de base, sempre assumido, de que a titularidade atuaria como critério delimitador da esfera patrimonial expropriável, a doutrina insiste na descrição dos fenómenos de segregação patrimonial por referência aos efeitos jurídicos da separação patrimonial — a descrita diferenciação do regime por dívidas ⁶⁹⁰ —, e não segundo critérios de destinação funcional⁶⁹¹. Em poucas palavras, na doutrina dominante a afetação dos bens a um fim específico serve para *descrever* um património separado, mas não para *reconhecer* um património separado, sendo-lhe negada, portanto, qualquer função normativa. Daí que a própria noção de património separado permaneça centrada ainda no sujeito que dele é titular⁶⁹², sendo pouco valorizadas — enquanto elemento normativo — as *causas* daquele efeito de separação patrimonial, mesmo quando elas são objeto de reconhecimento consistente, crescente e sistemático⁶⁹³, e encontram a sua fonte normativa no exercício da autonomia privada. Além disso, a reduzida consideração normativa da *afetação funcional* quase nunca é acompanhada pelo reconhecimento da especial alocação do risco de perecimento dos bens que integram o património separado e que constitui um outro traço distintivo do fenómeno.

⁶⁸⁸ Patente por exemplo na afirmação de LEITE DE CAMPOS / VAZ TOMÉ, *A propriedade fiduciária*, pp. 224-225, de que “a unidade do património, assim como a correlação entre os direitos e as obrigações do sujeito, são o fundamento do crédito na vida jurídica (...)”.

⁶⁸⁹ Propugnando a superação desta ideia de extravagância dos fenómenos de separação patrimonial e consequente acentuação de um fenómeno de desagregação dos atributos habitualmente associados ao direito de propriedade, na doutrina italiana, por exemplo, PALERMO, “Autonomia negoziale e fidúcia”, pp. 359 ss.; em sentido próximo, cf. CALVO, *La proprietà*, pp. 208 ss.

⁶⁹⁰ Assim, por exemplo, CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral*, I, pp. 151 ss.; FERRER CORREIA, “A Autonomia Patrimonial”, pp. 42 ss.; HÖRSTER, *A parte geral do código civil português*, p. 194; MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, p. 218. Também neste sentido, Almeida Costa, *Direito das Obrigações*, p. 785, numa posição seguida de perto, na doutrina recente, por ANDRADE DE MATOS, *O Pacto Comissório*, pp. 95 ss. (em especial, nota 178). Na jurisprudência, merece referência uma vez mais o Ac. do STJ, de 13/3/2002 (DINIZ TORRES), por ser paradigmático desta aceitação acrítica da irrelevância normativa atribuída à afetação funcional que grava o património separado.

⁶⁹¹ Neste sentido, LEITE DE CAMPOS / VAZ TOMÉ, *A propriedade fiduciária*, p. 226, nota 460.

⁶⁹² Isso mesmo é patente nas obras clássicas de ENNECERUS/NIPPERDEY, *Allgemeiner Teil*, pp. 840 ss. e, na literatura italiana, FERRARA, *Trattato di diritto civile italiano*, I, pp. 874 ss.

⁶⁹³ Reconhecida, na literatura italiana, por GAMBARO, “Segregazione e Unità del património”, pp. 156 ss.

VII. A construção atrás descrita, que permanece dominante entre nós e ainda maioritária também noutros ordenamentos de *civil law*, radica a sujeição do património geral do devedor a agressão pelos seus credores num elemento teleológico fundamental: a garantia da efetividade das relações obrigacionais, objetivo que pressuporia a tutela ampla da posição do credor assegurada pelos meios preventivos e reativos aplicáveis em caso de (risco de) incumprimento pelo devedor⁶⁹⁴. A responsabilidade patrimonial é destarte concebida como uma projeção do próprio reconhecimento da personalidade⁶⁹⁵ (um *verdadeiro axioma*⁶⁹⁶), assegurando a sua proteção face às consequências civis do incumprimento, habilitando o credor a forçar a execução do património do devedor⁶⁹⁷, mas atuando mesmo antes da fase patológica da relação obrigacional, assegurando a lei a conservação da garantia patrimonial⁶⁹⁸. O património do devedor constituiria a garantia da efetividade de uma tal tutela, permitindo aos credores lesados pelo incumprimento o ressarcimento (ainda que só parcial) do seu direito de crédito⁶⁹⁹. Ora, é evidente que o conceito normativo de património oferecido pela dogmática prevalecente — e a com ele relacionada limitação dos fenómenos de segregação patrimonial — encontram a sua justificação na valorização em termos quase absolutos desta necessidade de assegurar a tutela coerciva do crédito e das relações obrigacionais⁷⁰⁰. Uma vez mais ausentes estão ponderações relacionadas com a emergência de outros bens individuais que o direito vem sendo chamado a tutelar, e que, em sentido contrário, apontam para um progressivo alargamento do denominado *fenómeno da especialização da garantia de cumprimento* e

⁶⁹⁴ Assim, ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, II, pp. 419 ss.; MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, II, p. 302. No espaço italiano, BARBIERA, *Garanzia del credito e autonomia privata*, pp. 71 ss.; encontra-se um desenvolvimento recente desta ideia, com amplas referências bibliográficas, em IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 107 ss.

⁶⁹⁵ Nestes termos, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral I)*, p. 384.

⁶⁹⁶ PAULO CUNHA, *Da Garantia das Obrigações*, p. 26.

⁶⁹⁷ Sobre o problema da arrumação sistemática da execução específica ou como modalidade de cumprimento, ainda que coativamente imposto, ou como efetivação da responsabilidade patrimonial, cf. a síntese das posições doutrinárias em Itália e entre nós oferecida por J. COSTA GOMES, *Assunção Fidejussória*, p. 27 ss.

⁶⁹⁸ Notando esta tutela antecipatória, na literatura italiana, NATOLI/BIGLIAZZI GERI, *I mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale*, p. 3.

⁶⁹⁹ Para uma síntese da discussão doutrinal em torno do conceito e estrutura da obrigação, e das teorias desenvolvidas para explicitar a relação que se estabelece entre direito de crédito e garantia patrimonial, cf. entre nós, por todos, J. DA COSTA GOMES, *Assunção Fidejussória*, p. 5 ss.

⁷⁰⁰ A chamada tutela do crédito consubstanciaria *um dos princípios ordenantes do direito patrimonial moderno* — cf. ROPPO, “Tutela dei diritti”, p. 399.

consequente inversão, ou pelo menos *relativização*, do postulado segundo o qual respondem pelas dívidas de um sujeito *todos os seus bens*⁷⁰¹.

É esta teleologia normativa que, ainda de acordo com esta doutrina, tornaria o património do devedor matéria simplesmente indisponível para a autonomia privada⁷⁰², cuja tutela cederia perante a projeção do princípio da responsabilidade patrimonial do devedor⁷⁰³. Este e a dele decorrente ideia de tipicidade dos fenómenos de separação patrimonial surgem como indício da jurisdição de qualquer relação creditória, evitando que o devedor, de forma unilateral ou com o consenso de apenas um número limitado de credores, reduza o âmbito da sua garantia patrimonial⁷⁰⁴. Tais objetivos de garantia da efetividade das relações obrigacionais, em resposta às consequências civis do incumprimento, impediriam que fosse deixada à autonomia privada a determinação da quantidade e das modalidades da responsabilidade patrimonial, vedando-se desta forma qualquer espaço para o exercício de discricionariedade no cumprimento de obrigações⁷⁰⁵.

4.2 A necessidade de revisão crítica da *teoria do património*: titularidade e insuficiência literal do art. 601.º; a unidade do quadro normativo da responsabilidade patrimonial e a sua interpretação sistemática e teleológica

I. Mesmo aceitando que o entendimento atrás descrito se afigura mais neutro e objetivo do que as conhecidas doutrinas clássicas que estiveram na sua génese, só na aparência a noção normativamente relevante de património do devedor surge isenta de *preconceitos* assentes mais em ideologia do que numa correta depuração do direito positivo. Não obstante a procedência de sérias objeções, e as tendências evolutivas da ciência jurídica,

⁷⁰¹ A respeito deste fenómeno da *especialização das garantias*, cf. §5.6.

⁷⁰² Não releva para a análise, precisamente por configurar uma situação inversa àquela que aqui nos ocupa, o regime previsto no art. 602.º, em que se permite que credor e devedor estipulem que, em caso de incumprimento, só alguns bens do devedor respondem pela dívida ou ainda aqueles outros em que devedor e credor acordam a subordinação da pretensão em causa aos demais obrigações assumidas pelo devedor perante terceiros; do que aqui se trata é da limitação da esfera patrimonial disponível para o ressarcimento do credor, com o acordo deste, e portanto com impacto apenas nas partes envolvidas, e não em terceiros.

⁷⁰³ No direito alemão, ENNECCERUS/NIPPERDEY, *Allgemeiner Teil*, p. 559; LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 388.

⁷⁰⁴ Cf. NICOLÒ, *Della responsabilità patrimoniale*, p. 11 ss.

⁷⁰⁵ Descrevendo assim a doutrina tradicional, GAMBARO, “Segregazione e Unità del patrimonio”, p. 156.

a *teoria subjetivista do património* — que, encontrando as suas origens na pandectística⁷⁰⁶, deve aos autores franceses C. AUBRY e F.C. RAU⁷⁰⁷ o seu contributo fundador⁷⁰⁸ — permanece

⁷⁰⁶ Já SAVIGNY, *System*, §§56 e 57, pp. 367 ss. (p. 375), no quadro do seu sistema de direito privado, atribuíra à noção de património — concebido como um acervo (dinâmico) de relações patrimoniais, reais e pessoais, imputáveis a uma pessoa — um lugar central, considerando-o um atributo da personalidade jurídica (p. 380). Era patente a natureza abstrata deste conceito, que, por regra, encontrava na pessoa do seu titular o critério unificador, sem prejuízo de casos especiais, nos quais SAVIGNY já reconhecia que tal critério residia não na personalidade jurídica, mas na prossecução de um determinado propósito específico (pp. 378 ss.).

⁷⁰⁷ No seu *Cours de droit civil français*, obra fundamental da literatura jurídica francesa, os professores de Estrasburgo lançam as fundações, que depois desenvolvem e reformulam em sucessivas edições, da sua conceção e subjetivista de património, cujas premissas podem já ser encontradas na doutrina germânica do séc. XIX, em particular em SAVIGNY e ZACHARIAE (cf. PAULO CUNHA, *Do património*, pp. 177 ss., e, na literatura mais recente, DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 333 ss.). AUBRY e RAU definem o património como o conjunto dos direitos patrimoniais que, em virtude da pertença a um sujeito, constituem um todo jurídico abstrato, independente dos elementos que o compõem, constituindo uma universalidade jurídica; elemento unificador seria, então, a personalidade jurídica do seu titular, de que o património constituiria uma verdadeira emanção. “A ideia de património deduz-se diretamente da ideia de personalidade” (cf. AUBRY/RAU, *Droit Civil* (5.^a), p. 333), sendo o património “uma expressão da potência jurídica de que uma pessoa como tal se encontra investida” (cf. AUBRY/RAU, *Droit Civil* (5.^a), p. 335. Este é o dogma fundamental de que decorre toda a construção proposta pelos autores, assumido de forma bem mais inequívoca do que nos *pandectas* germânicos, e que, como se vai tentando demonstrar no texto, encontra hoje ainda vestígios no entendimento dominante. O acentuado personalismo desta conceção clássica (também chamada de *subjetivista*) explica-se pelo contexto social, político e filosófico em que ela foi desenvolvida; esta teoria encontra a sua raiz no racionalismo iluminista que colocava o sujeito no centro do universo, fazendo do direito de propriedade a expressão máxima da liberdade do indivíduo, emanção da sua própria personalidade, incindível dela e, por isso, indivisível. A preocupação de enfatizar a importância do indivíduo no seio do sistema jurídico conduziu a uma projeção intensa das características do ser humano sobre os institutos jurídicos criados; na base desta conceção está portanto uma absoluta identificação entre o ser e o haver: o direito de propriedade é o sujeito em ação. Emanção da personalidade jurídica, todas as pessoas físicas e coletivas seriam titulares de um património, mesmo que se apenas um *património vazio* (cf. AUBRY/RAU, *Droit Civil* (5.^a), p. 336). Património e pessoa formariam um sistema incindível e seriam noções permanentemente coincidentes e indissociáveis; em causa estava aquilo a que um autor chamou de *inerência do património* (cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, p. 211). Fruto do dogma fundamental segundo o qual o património não constituiria mais do que um prolongamento da personalidade jurídica, a conceção do património iria fundar-se na personalidade e a ela ficaria necessariamente subordinada; nas palavras de PAULO CUNHA, *Do Património*, p. 185, a *teoria jurídica do património fica vinculada à noção de personalidade*. Assumida esta ligação íntima entre personalidade jurídica e património, e a ideia de que este não seria mais do que uma consequência ou um atributo daquela, a afirmação do princípio da unicidade e da indivisibilidade do património surge, no plano conceptual em que AUBRY e RAU se colocam, como natural e inevitável; a unidade da pessoa do titular e a sua natureza incorpórea impediriam, fruto da interdependência entre a sua personalidade jurídica e o património, a fragmentação da esfera patrimonial (cf. AUBRY/RAU, *Droit Civil* (5.^a), p. 336 ss.). Certo, a teoria clássica não ignora a existência de exceções do princípio da unicidade do património, reconhecidas pelo direito positivo, e que seriam reveladoras de uma relativa independência entre personalidade jurídica e património; são apontados designadamente o caso da herança e da substituição fideicomissária, ambos qualificados como patrimónios autónomos (cf. AUBRY/RAU, *Droit Civil* (5.^a), p. 338 ss.). Porém, o reconhecimento destes desvios ao princípio da indivisibilidade do património, não parece chegar, para os autores, para colocar em crise o edifício teórico sobre o qual assentam a sua noção abstrata e subjetivista de património. Por seu turno, a ideia de que o património representa a garantia geral dos credores constitui a consequência lógica que segue da afirmação do carácter uno e indivisível do património e, em última análise, da conceção do património enquanto emanção da personalidade jurídica. Se assim é, logicamente se deduz que as obrigações que oneram uma pessoa devem onerar o seu património, e todos os direitos que o integram — cf. AUBRY/RAU, *Droit Civil* (5.^a), p. 366. As ideias de personalidade jurídica, património e obrigações encadeiam-se assim de forma sucessiva e lógica (cf. PAULO CUNHA, *Do Património*, p. 198): é da conceção do património como projeção da personalidade jurídica que resulta a respetiva oneração pelas dívidas do seu titular; e é da natureza una e indivisível do património, consequência inelutável da unidade da pessoa do seu titular, que resulta a adstrição de todos os bens que integram o património à satisfação das pretensões dos credores. Último passo do raciocínio lógico e dedutivo que caracteriza esta construção clássica é a conclusão de que se a inerência do

como ponto de partida para qualquer exposição sobre o a responsabilidade patrimonial, deixando-se ainda transparecer mesmo naquela *definição mínima* de património que atrás foi enunciada⁷⁰⁹. Por isso, é hoje ainda patente a abstração e marcado o antropomorfismo⁷¹⁰ daquela construção tradicional de *património do devedor*, que ainda assenta decisivamente numa verdadeira *interdependência* estrita entre património e sujeito (ou, o que é dizer o mesmo, entre património e personalidade jurídica)⁷¹¹. Certo que a análise crítica de que

património à personalidade jurídica determina o reconhecimento aos credores de um poder de execução sobre o património, a indivisibilidade do património conduziria, lógica e racionalmente também, à indivisibilidade desse poder de execução; isto é, o próprio pressuposto de base em que assenta o postulado da igualdade dos credores no acesso ao património do devedor tem como premissa, uma vez mais, a configuração do património enquanto emanação da personalidade jurídica (cf. MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, p. 212; já antes, PAULO CUNHA, *Do Património*, p. 204).

⁷⁰⁸ Reconhece-o, por exemplo, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral — Coisas)*, p. 179.

⁷⁰⁹ Cf., na doutrina francesa, FABRE-MAGAN, “Propriété, patrimoine et lien social”, pp. 599 ss. Notando também que a doutrina atualmente dominante permanece, de forma mais ou menos explícita, tributária das chamadas concepções clássicas (subjektivistas) do património, cf. DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, p. 333.

⁷¹⁰ Refere MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral — Coisas)*, p. 177, que, no séc. XIX, a doutrina tentou ordenar as coisas segundo as pessoas. Em termos análogos, já antes GUILHERME MOREIRA, “Patrimónios Autónomos”, p. 49, havia escrito que a doutrina clássica subjektivista confundia “a actividade patrimonial com o seu resultado ou concretização dessa actividade”. Podem, na verdade, ser ainda apontados vestígios, ainda que mitigados, de uma confusão entre património e capacidade patrimonial e, portanto, a representação do património uno e indivisível como uma inevitabilidade, uma decorrência da natureza das coisas — cf., por exemplo, PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria*, p. 97. Na doutrina civilista clássica, pode também ser citado o exemplo paradigmático de CABRAL DE MONCADA, *Lições*, p. 80, autor que perentoriamente afirma que “o que constitui a base desta unidade abstracta, que o património é, e o faz considerar uma coisa incorpórea, é, no seu primeiro conceito, a própria unidade e identidade do sujeito de direito que se acha no seu centro e o qual todos os direitos aí contidos se acham referidos, como um feixe, considerados tais direitos como uma emanação da sua actividade jurídico-patrimonial”.

⁷¹¹ Esta interdependência entre personalidade e património foi desde cedo apontada como uma das falhas essenciais da teoria clássica, por induzir uma evidente confusão entre as noções de património e capacidade — cf. PAULO CUNHA, *Do património*, 324 ss. Lembre-se, de resto, que a teoria clássica do património surgiu precisamente como reacção à disseminação das concepções objetivas do património e em favor de um conceito de património uno e indivisível; assim, M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione”, p. 151; GRETTON, “Trusts without equity”, p. 609. Como é sabido, a relevância da destinação a um escopo enquanto fundamento de unificação de um património separado teve o seu primeiro esforço de dogmatização sério com a teoria dos *Zweckvermögen* (patrimónios de escopo), desenvolvida pela pandectística tardia e que teve como autor fundador ALOIS BRINZ. Para esta doutrina, a relevância da afetação funcional impunha que o regime jurídico aplicável ao conjunto de bens em questão abstraisse da titularidade (e da vontade do titular), sendo antes aquela particular destinação a um escopo o critério relevante para a sua unificação. A massa patrimonial separada não seria de alguém, mas *de e para* algo — cf. BRINZ, *Lehrbuch der Pandekten*, I, pp. 201 ss. — sendo por referência a essa massa, e não ao sujeito, que se deveria aferir a responsabilidade patrimonial. Detalhadamente sobre a *Zweckvermögenstheorie*, por exemplo, cf. ZOPPINI, “Autonomia e separazione del patrimonio”, pp. 554 ss. Subjacente a esta construção está precisamente a distinção entre a categoria da destinação (*Zwecksatzung*) e a da disposição (*Zuwendung*), apta a separar os atos jurídicos destinados ou a afetar um bem a um escopo específico, ou simplesmente a transferi-lo para um outro património. Fruto do contexto filosófico e ideológico que constituía o pano de fundo destas teorias, todo ele centrado na pessoa física enquanto modelo de imputação de relações jurídicas, a figura do *Zweckvermögen* foi primeiro concebida como um património sem sujeito (cf. BRINZ, *Lehrbuch der Pandekten*, I, pp. 201 ss. e p. 230, autor que considerava a personalidade jurídica um atributo exclusivo das pessoas físicas, e encontrava por isso no património autónomo (sem sujeito) uma alternativa à figura das pessoas jurídicas) — ecoando as teorias dos direitos subjektivos sem sujeito —, e depois mesmo como um património personificado (cf., na literatura alemã, HELLWIG, *Lehrbuch des deutschen Zivilprozeßrechts*, I, pp. 295 ss.; e, na italiana, BONELLI, *La teoria della persona giuridica*, pp. 593 ss.).

estas concepções clássicas foram sendo objeto ao longo do século XX teve impacto no estado atual da discussão⁷¹². Especificamente na literatura portuguesa, foram ensaiadas críticas sérias à construção clássica, que procuraram relativizar o seu acentuado subjetivismo⁷¹³. É o caso, por exemplo, de GUILHERME MOREIRA⁷¹⁴, mas acima de tudo da obra seminal de PAULO CUNHA, que procurou expurgar a *imputação subjetiva* da noção de património⁷¹⁵, separando esta da categoria da capacidade jurídica⁷¹⁶ e identificando como critério unificador o regime de responsabilidade por dívidas aplicável⁷¹⁷. Mais recentemente, MENEZES CORDEIRO tomou posição cautelosa na querela entre as teorias subjetivista e objetivista do património, rejeitando que elas se excluam necessariamente; o património seria constituído como um

⁷¹² É significativa a literatura que, desde há muito, se debruçou sobre a concepção destes autores franceses; por ter sido talvez a primeira tentativa séria de apontar as falhas daquelas concepções, em particular o seu apriorismo metodológico, merece referência a obra de GÉNY, *Methode d'interpretation et sources en droit privé positif*, pp. 141 ss., que cedo demonstrou a inversão metodológica que subjazia àquela construção de AUBRY e RAU; ela partia de um conjunto de pressupostos ideológicos que procurava, depois e a todo o custo, afirmar em face de um direito positivo que, porém, se desenvolvia em sentidos manifestamente divergentes, em particular em resultado da profusão e consolidação dos fenómenos de segregação patrimonial. Também na literatura jurídica francesa, cf. GUINCHARD, *L'affectation des biens en droit privé français*, pp. 330 ss., autor que salienta o impacto daquela concepção clássica nos limites impostos, na doutrina subsequente, à aceitação dos fenómenos de segregação patrimonial. GAMBARO, "Segregazione e Unità del patrimonio", p. 156, por seu turno, assinala a disseminação das críticas ao fundamento ideológico da construção subjetivista do património, promovida pela difusão do positivismo jurídico. Em sentido convergente, nota MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral — Coisas)*, p. 179 o pendor *menos humanista* das teorias que se procuraram afirmar em alternativa à concepção clássica. Sobre a reação à teoria clássica, ver a síntese de M. BIANCA, "Atto negoziale di destinazione e separazione", pp. 148 ss.

⁷¹³ Na literatura portuguesa, a construção dos autores franceses é objeto de um aprofundado escrutínio por PAULO CUNHA, do *Património*; posteriormente, veja-se também MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, pp. 211 ss., e, mais recentemente, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral — Coisas)*, pp. 177 ss.

⁷¹⁴ Autor que considerava já aquela noção clássica de património "indefensável teoricamente e não tendo a mínima aplicação prática" (cf. "Patrimónios Autónomos", p. 49).

⁷¹⁵ Rejeitando, em consequência, uma relação central entre património e personalidade jurídica — cf. PAULO CUNHA, *Do Património*, pp. 324 ss. Decisivas para esta rejeição de uma ligação indissociável entre personalidade e património seriam as inúmeras manifestações no tráfego de situações de pluralidade de patrimónios, de que o autor oferecia os seguintes exemplos: herança, ausência, extinção de pessoas coletivas, doações universais, falência e insolvência, casal de família, património do mar, regimes matrimoniais (cf. PAULO CUNHA, *Das garantias nas obrigações*, pp. 40 ss.). Precisamente por sair mitigada a relação central entre personalidade e património, e adotando expressamente uma perspetiva finalística ("se olharmos o fim (...)", o autor recusa a extravagância de coexistirem, na esfera de um sujeito de direito, um património geral — cujos bens estão afetos "à sustentação geral da pessoa que é suporte desse património" — e de patrimónios de afetação especial (ob. cit., pp. 58-59). Em consequência, e não podendo ignorar a projeção do princípio da responsabilidade patrimonial do devedor, que o autor pretende manter intacta, constrói uma ideia de *garantia geral* na qual é patente uma subtil mas muito significativa diferenciação face à doutrina clássica: aquela garantia geral dos credores é constituída pelo património *responsável* do devedor, o que remete para uma tarefa prévia de delimitação, segundo o critério legalmente aplicável, dos bens que efetivamente respondem pelas dívidas de um sujeito — cf. PAULO CUNHA, *Das garantias nas obrigações*, p. 61.

⁷¹⁶ Cf. PAULO CUNHA, *Do Património*, pp. 387 ss.

⁷¹⁷ Num prisma neutro, o património surge na doutrina deste autor como sinónimo de massa de responsabilidade — cf. PAULO CUNHA, *Do Património*, XV; e, posteriormente, *Da garantia das obrigações*, pp. 25 ss.; nesta obra, o autor oferece como noção de património a seguinte: complexo de relações jurídicas (direitos e obrigações) avaliáveis em dinheiro, que a lei sujeita a um regime jurídico comum quanto à responsabilidade por dívidas (p. 36).

conjunto de posições ativas patrimoniais *unificado em função de determinado ponto de vista*⁷¹⁸; consoante as circunstâncias, assim o direito usaria um ou outro critério para o autonomizar⁷¹⁹.

Estas construções não foram porém suficientes para expurgar da temática da responsabilidade patrimonial as premissas subjetivistas da concepção clássica, que, mesmo em confronto com um direito positivo em evolução, continuam a ofuscar os esforços de atualização doutrinal do tema do património⁷²⁰ — evidente aliás, e como ficou demonstrado, noutros ordenamentos continentais⁷²¹. Ainda que a estreita ligação entre personalidade jurídica e património seja assinalada mais enquanto pano de fundo histórico do que propriamente enquanto fundamento para soluções de direito positivo, ela subjaz a postulados fundamentais, como a insistência num suposto princípio da indivisibilidade do património, que se projetaria numa ideia de responsabilidade patrimonial universal⁷²², ou a equivalência entre a esfera de titularidade de direitos e a esfera de garantia patrimonial do devedor⁷²³. Por outras palavras, subsiste na doutrina atual a dependência do *elemento objetivo* do conceito dogmático de património — *i.e.* o complexo de situações jurídicas avaliáveis pecuniariamente — face ao seu *elemento subjetivo* — *i.e.* a imputação a um mesmo titular⁷²⁴; como permanece válido o pressuposto segundo o qual a unidade do património encontra a sua razão de ser num fundamento extrínseco — a pessoa do seu titular —, sendo assumido que os direitos de que a cada momento o devedor é titular se encontram afetos à prossecução dos seus interesses individuais (e não de terceiros), por ser

⁷¹⁸ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral — Coisas)*, p. 183.

⁷¹⁹ *Id.*, *loc. cit.*, p. 184. Esta abordagem da noção de património é depois coerente com a forma como o autor define a garantia geral: esta não é mais, como é comum ler-se na literatura, composta por todos os *bens do devedor*, mas antes como o “conjunto de normas jurídicas que visam tutelar os créditos através dos esquemas próprios da responsabilidade patrimonial” (MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações IV)*, p. 505); a referência à definição da garantia geral é também mitigada numa das fórmulas usadas para concretizar aquela definição geral: a garantia geral seria o “conjunto de bens penhoráveis do devedor que respondem, efectivamente, por determinadas dívidas”.

⁷²⁰ Na doutrina italiana, cf. EGIZIANO, *Separazione Patrimoniale*, p. 15.

⁷²¹ Cf. §3.4.

⁷²² “*Die unbeschränkte Vermögenshaftung bildet die Regel*”, é a fórmula assertiva empregue por LARENZ, *Schuldrechts*, I, p. 23.

⁷²³ Patente, por exemplo, referindo-me à doutrina germânica clássica que *estabeleceu os termos* do desenvolvimento dogmático subsequente, em ENNECCERUS/NIPPERDEY, *Allgemeiner Teil*, pp. 556 ss.; v. THUR, *Derecho Civil*, 1, pp. 394 ss.; LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, pp. 386 ss.; nas palavras de GRETTON, “Trusts without equity”, p. 609, sucumbe-se à tentação de “*equate what is mine with what I own*”.

⁷²⁴ Nota esta difícil cindibilidade entre as suas dimensões objetiva e subjetiva da noção tradicional de património IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, p. 2.

a ele que cabem os poderes e faculdades inerentes⁷²⁵. Por seu turno, daqui decorre a afirmação acrítica da natureza *excepcional* e *extravagante* dos fenómenos de segregação patrimonial, reveladora daquela perspetiva limitada das funções desempenhadas pelos patrimónios autónomos no tráfego jurídico. E, mesmo não ignorando a especial função a que se encontram destinados os bens que integram um património autónomo reconhecido na lei, as referências que lhe são feitas têm quase sempre um mero propósito descritivo dos fenómenos de segregação patrimonial, não sendo apontada à impressão de um vínculo de afetação funcional sobre um determinado acervo qualquer normatividade relevante⁷²⁶.

Acresce que este entendimento assenta numa incontornável contraposição entre direitos reais e direitos de crédito. Isso mesmo subjaz à afirmação de que tanto a delimitação do *objeto expropriável* pelos credores, como o reconhecimento de eventuais relações de prevalência e privilégio entre eles dependeriam acima de tudo da natureza da posição jurídica em que se eles encontram investidos: se direito de propriedade, ou outro direito real de gozo menor, se um direito real de garantia, se, por último, um *mero* direito de crédito. Nestes termos colocada a questão, a solução para o *conflito entre propriedade e crédito* surge inequívoca: prevalecem sempre as posições jurídicas reais sobre as posições creditícias, valendo entre estas, enquanto critério dirimente, o princípio paritário que subjaz à *par conditio creditorum*⁷²⁷. Chega-se a esta conclusão, todavia, desconsiderando um

⁷²⁵ CASTRO MENDES, *Teoria geral*, I, p. 91, designa por *função interna* esta aptidão do património “para servir de base material da vida do seu titular”, acolhida, também, por CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral*, I, p. 142. Para uma aceitação expressa desta ideia de que a pertença a um titular é usualmente associada à ideia de que os elementos que a cada momento integram o património se destinam a satisfazer, de forma arbitrária, as necessidades do seu titular e os seus objetivos gerais, cf., na literatura jurídica germânica, (cf. ENNECCERUS/NIPPERDEY, *Allgemeiner Teil*, pp. 556 ss. e v. THUR, *Derecho Civil*, 1, pp. 394 ss.). Na literatura helvética, cf., por exemplo, TSCHUMY, *La revendication des droits*, p. 19; THÉVENOZ, “La fiducie”, p. 323. Mesmo os autores que procuram aprofundar o relacionamento entre as chamadas função interna e função externa do património — cf., entre outros, CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral*, I, pp. 144 ss. —, e mesmo quando, neste âmbito, se nota como aquela função interna — que identifica no património uma função primordial de sustento do seu titular — pode na realidade conformar a esfera de garantia patrimonial do devedor — designadamente impondo restrições à penhorabilidade de certos bens —, não é explorado o alcance normativo de certas situações, reconhecidas na lei, em que certos direitos absolutos imputáveis ao devedor são gravados por vínculos de afetação funcional que, na realidade, podem também ter impacto na delimitação da garantia genérica do titular.

⁷²⁶ Em suma, prevalece a configuração de regras que incidem sobre bens como se de uma disciplina do *sujeito* se tratasse — assim, ZOPPINI, “Autonomia e separazione del patrimonio”, p. 558.

⁷²⁷ Cf., por exemplo, P. ROMANO MARTINEZ, *Direito das Obrigações*, pp. 349-350; apesar de reconhecer no regime de responsabilidade por dívidas do mandatário um caso de *impenhorabilidade*, LEBRE DE FREITAS, *A Acção Executiva*, p. 288, parece daí não retirar consequências de âmbito mais geral, assumindo sem reserva que direitos de crédito incompatíveis com a penhora não são oponíveis ao exequente, cabendo ao seu titular, contra o devedor, o direito a ser indemnizado. Não se referindo diretamente ao problema da delimitação da garantia geral, PINTO DE OLIVEIRA, *Princípios*, p. 54, é também claro na afirmação de uma *prevalência* dos direitos reais sobre os direitos de crédito. Na literatura jurídica italiana, MESSINEO, *Manuale di diritto civile e commerciale*, III, p. 5.

conjunto de elementos normativos relevantíssimos para a resolução de conflitos entre credores, quando estes surjam como titulares de pretensões de naturezas distintas⁷²⁸. É assumida a irrelevância, neste domínio, de quaisquer direitos de crédito, independentemente da sua causa e das suas características particulares, ainda que uma tal tão evidente solução seja afinal contrariada pelo ordenamento⁷²⁹. Noutros direitos, vai-se aos poucos perfurando a barreira criada pela afirmação em termos quase sempre absolutos desta dicotomia entre aquelas categorias de direitos subjetivos, ganhando progressivamente força a ideia fundamental segundo a qual a oponibilidade de uma posição jurídica subjetiva não se encontra inelutavelmente dependente da sua natureza jurídica⁷³⁰. Esse esforço é porém ainda incipiente entre nós, onde permanece extravagante a mera sugestão de que (também) direitos de crédito podem interferir na conformação do espaço de responsabilidade patrimonial do devedor.

Como se antecipa, estes postulados da doutrina dominante projetam-se, de forma clara, no domínio mais restrito que constitui o objeto deste estudo: a insistência numa associação entre a esfera de responsabilidade patrimonial e a esfera de titularidade coloca sérias dificuldades a um desenvolvimento, coerente com o sistema, da teoria do negócio fiduciário⁷³¹. Quanto mais forte a ligação entre personalidade jurídica e esfera patrimonial, maiores dificuldades surgem para justificar o tratamento diferenciado de certos direitos de que um sujeito é titular; quanto mais reforçada a ideia de unicidade do património, mais extravagantes surgem os fenómenos de segregação patrimonial e, portanto, mais difícil é a sua sustentação de um prisma de direito positivo. E, não menos relevante, quanto mais forte a projeção deste entendimento tradicional, mais intenso é o *pré-conceito* lançado sobre um conjunto de institutos jurídicos presentes no ordenamento civil e comercial, impedindo o reconhecimento de que estes assentam precisamente na produção de um efeito de segregação patrimonial, e limitando a sua eventual vocação expansiva desses elementos do direito posto. Na ausência de uma norma legal expressa — ou mesmo muitas vezes na

⁷²⁸ Salientando a necessária prevalência destes critérios de resolução de conflitos entre credores sobre uma perspetiva exclusivamente fundada no conflito entre direitos reais e direitos de crédito, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 48; PALERMO, “Autonomia negoziale e fiducia”, pp. 584 ss.

⁷²⁹ No mesmo sentido, para o direito italiano, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 45-46, que designadamente nota que, em termos análogos de resto ao que sucede no direito português, a disposição legal que, no quadro da insolvência, regula o reconhecimento do direito de separação não considerar este, nem expressa nem implicitamente, uma *prerrogativa do proprietário*, estendendo-o aos titulares de direitos pessoais de fruição ou gozo de determinada coisa.

⁷³⁰ Cf., em particular, §3.4.

⁷³¹ DUNAND, *Le transfer fiduciaire*, p. 28.

presença dela —, o princípio da indivisibilidade do património foi sempre usado como argumento contra a admissibilidade de uma distinção entre o estatuto jurídico reconhecido ao bem fiduciário e aos bens gerais do fiduciário, distinção essa fundada na diferente afetação funcional a que tais bens estavam sujeitos⁷³².

II. Não é de estranhar a atração que desperta a corrente doutrinal que se acabou de descrever. Ao configurar o *património do devedor* como o complexo unitário de direitos de que é titular um dado sujeito, e ao retirar daí um conjunto significativo de corolários — entre os quais se destacam, para o que aqui nos interessa, a natureza extravagante dos fenómenos de segregação patrimonial e a irrelevância de pretensões puramente obrigacionais para a conformação daquela esfera de responsabilidade —, aquela construção permite a afirmação de critérios formais e objetivos que, não conduzindo sempre a resultados *justos* — ou, apelando a uma terminologia mais técnica que se pretende explorar, sempre *proporcionais* —, permite um grau elevado de segurança jurídica⁷³³. Contudo, seguramente porque fundada em excesso em modelos pré-constituídos, esta doutrina parece conviver mal com o direito positivo⁷³⁴. É, por outras palavras, uma teoria que não supera o teste da *falsificação*⁷³⁵.

É certo que a construção de uma teoria jurídica do património que sirva eficazmente de núcleo do quadro normativo da responsabilidade patrimonial do devedor — como, de resto, a construção de qualquer teoria jurídica cujo objeto não seja alvo de uma

⁷³² Veja-se, bem revelador desta abordagem do problema fiduciário, a posição de MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 268, que qualifica o fiduciário como um “mero credor” e assinala a “mera eficácia obrigacional” da fidúcia, rejeitando, em consequência, a possibilidade de reconhecer um direito de separação análogo ao consagrado no direito alemão; e também a conclusão a que chega MORAIS ANTUNES, *Do Contrato de Depósito Escrow*, pp. 287, entendendo que, sendo o fiduciário titular “de pleno direito, em nome próprio, dos bens ou direitos fiduciado, os quais integram o seu património e respondem pelas suas dívidas pessoais”, o fiduciante não os poderá separar da massa insolvente daquele, rejeitando o autor, depois, a extensão analógica do art. 1184.º como via para assegurar a tutela do fiduciante, em função da natureza excecional deste preceito (*id.*, nota 1011).

⁷³³ Objetivo este que, porém, assumindo uma preponderância *clássica* na dogmática civilística, não é certamente único e exclusivo, pelo menos no nosso tempo, marcados por uma muito mais complexa e intrincada malha de bens e valores merecedores de tutela pelo direito — assim, por exemplo, ZAGREBELSKY, *Diritto Per: Valori, Principi o Regole?*, pp. 880 ss.

⁷³⁴ Na literatura italiana, questionam o recurso à titularidade como critério decisivo para a unificação da esfera patrimonial do devedor, por exemplo, LA PORTA, *Destinazione di beni allo scopo e causa negoziale*, pp. 20 ss., e G. FERRI JR., *Patrimonio e gestione*, pp. 25 ss.

⁷³⁵ Sobre a adequação do método da falsificação ao direito, CANARIS, “Funktion, Struktur und Falsifikation juristischer Theorien”, pp. 377 ss., e LARENZ, *Metodologia*, pp. 640 ss.; na literatura jurídica nacional, A. MOTA PINTO, “Falibilismo” Jurídico?”, pp. 918 ss.; P. MOTA PINTO, *Interesse Contratual*, I, pp. 76 ss., e *Declaração tácita*, pp. 177 ss.; A. MOTA PINTO, “Falibilismo” Jurídico?”, pp. 918 ss.

regulamentação legal ampla, profunda e sistemática, mas cujos elementos se encontrem, ao invés, disseminados por inúmeros quadrantes do espaço jurídico — não dispensa um grau significativo de *criatividade*. Fica aberto o espaço para a tomada de opções de fundo, por vezes marcadas por considerações de natureza política e ideológica, que depois se refletem em cadeia nos seus vários corolários que, com o tempo, acabam sedimentados na comunidade jurídica. Não se ignora, por outro lado, que a teoria da responsabilidade patrimonial, como é típico de qualquer teoria jurídica, assenta necessariamente numa dialética entre *regras* e *exceções*, entre princípios e desvios; é aliás a *maleabilidade* assegurada por tal dialética que assegura que uma teoria perdure no tempo, acompanhando a (inelutável) evolução do instituto de direito positivo que lhe serve de objeto.

Dito isto, a verdade é que uma teoria jurídica não se pode *desprender* da realidade jurídica que procura retratar, prescindindo da análise cuidada de todos os elementos relevantes do direito positivo⁷³⁶. Qualquer esboço de uma teoria jurídica deve estar atento à evolução normativa que incide sobre o seu objeto, procurar identificar o nexo que liga as normas jurídicas relevantes, *imprimindo-lhes um sistema*⁷³⁷. De nada serve, por isso, uma construção jurídica que, mesmo coerente internamente, se divorcia à nascença do direito positivo que alega descrever e sistematizar, por assentar mais em axiomas apriorísticos não testados, do que na análise rigorosa das coordenadas positivadas⁷³⁸. Nessa direção, e por oposição a um apego excessivo a modelos historicamente localizados, impõe-se uma abordagem que privilegie os elementos sistemático e teleológico, por forma a que os corolários apresentados não apenas apresentem a necessária consistência funcional, como sejam sempre compatíveis com os objetivos normativos relevantes. A argumentação jurídica não pode, além disso, prescindir de um esforço de contínuo escrutínio crítico, avaliando sem preconceitos a evolução dos elementos normativos, a fim de evitar o afastamento entre a dogmática e o direito positivo. Será inútil o esforço de suportar uma construção jurídica sem considerar a (inevitável) mutação constante dos ordenamentos jurídicos, principalmente

⁷³⁶ Uma teoria jurídica não pode deixar de ser composta por “enunciados sobre aquilo que está normativamente em vigor”, devendo as proposições por ela avançadas aspirar “a validade normativa” (cf. LARENZ, *Metodologia*, p. 640).

⁷³⁷ Cf. PAULO CUNHA, *Do património*, p. 290.

⁷³⁸ Lembre-se que subjacente a um tal propósito de racionalização e controlabilidade, típico de qualquer teoria jurídica e que de resto se reconduz à dinâmica central do pensamento jurídico, está o fim de reduzir progressivamente o espaço para soluções jurídicas alternativas para o caso concreto (CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, p. 88), algo que sai prejudicado quando a teoria jurídica, para sobreviver, se afasta dos postulados do direito positivo.

quando esta revela traços consistentes de desenvolvimento⁷³⁹. Além disso, aceitar que as proposições gerais ou universais de uma teoria jurídica convivem necessariamente com desvios não preclui, antes impõe, a demonstração da compatibilidade destes com aquelas, conhecida que é a vulnerabilidade das teorias jurídicas a tentativas de *imunização*⁷⁴⁰.

Ora, é a transposição destes postulados metodológicos para a dogmática da responsabilidade patrimonial que se afigura indispensável fazer entre nós, numa tarefa paralela à que, de resto, se encontra em curso noutros ordenamentos de *civil law*. Para isso, impõe-se um verdadeiro esforço de atualização que, rigoroso de um prisma hermenêutico, permita alcançar os critérios normativos que, em geral, delimitam a esfera de responsabilidade patrimonial do devedor e que, reflexamente, constituam também a base a partir do qual se procurará resposta para o problema da oponibilidade da posição do fiduciante aos credores gerais do fiduciário.

III. Neste esforço de atualização dogmática⁷⁴¹, a hipótese alternativa que se sugere, e se pretende (continuar a) comprovar de seguida, é a de que o quadro normativo que regula o tema da responsabilidade patrimonial — construído a partir do eixo formado pelos arts.

⁷³⁹ Entendendo necessária uma releitura do princípio da responsabilidade patrimonial do devedor previsto no art. 2740 *codice*, atenta à evolução de um sistema que não reflete já o que a autora apelida de *dogma da indivisibilidade*, M. BIANCA, "Atto negoziale di destinazione e separazione", p. 176.

⁷⁴⁰ Pretendo demonstrar de seguida que é este *teste da consistência* (cf. CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, p. 91) ou de *comprovação* (cf. LARENZ, *Metodologia*, p. 640) que a teoria tradicional do património não consegue passar, sucumbindo perante as restrições que o direito posto lhe impõe.

⁷⁴¹ Como se anunciou na INTRODUÇÃO, o foco do percurso analítico que proponho será dogmático, não teórico. Não prescindo desse caminho por falta de interesse, mas essencialmente porque, tanto na doutrina estrangeira como também entre nós, se trata de um trabalho já feito — cf. PAULO CUNHA, *Do Património*, especialmente pp. 267 ss.; MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, pp. 210 ss. Na verdade, como demonstram, entre outros, estes autores, a conceção dita clássica do património assenta num conjunto de premissas e raciocínios, na sua maioria dedutivos, os quais, quando seriamente testados, apresentam fragilidades que se refletem na validade e no peso habitualmente reconhecidos a alguns dos seus corolários. Esta fragilidade teórica e lógica da conceção tradicional, resultante de um excessivo dogmatismo e de um raciocínio quase sempre apriorístico e marcadamente ideológico, é particularmente patente na inadequação da relação proposta entre personalidade jurídica e património. No fundo, a insuficiência do método dedutivo (e portanto do exclusivo recurso a modelos assentes em inferências lógicas a partir de proposições fixas) para a construção cabal e coerente de teorias jurídicas não poderia deixar de se refletir nas insuficiências e fragilidades da teoria clássica do património (cf. GAMBARO, "Segregazione e Unità del patrimonio", p. 155). Vício fundamental desta teoria, de que mesmo de forma difusa ainda se encontram vestígios no entendimento corrente, é a confusão a ela subjacente entre *património* e *capacidade jurídica* (patrimonial) e o propósito de reconhecer no primeiro certas propriedades ou qualificações que são apenas verdadeiras para a segunda (assim, MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, p. 210; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil*, III, p. 125).

601.^o, 604.^o e 817.^o⁷⁴², mas a ele não limitado — não permite a afirmação plena do postulado segundo o qual a esfera de responsabilidade patrimonial do devedor é delimitada pelo direito de propriedade ou, de forma mais genérica, pela titularidade (plena e exclusiva) de direitos⁷⁴³. De outro modo dito, pretendo de seguida comprovar que, quando atribuída menor relevância ao *pré-conceito* que associa a noção de património à de personalidade jurídica, e ao invés valorizada uma interpretação simultaneamente teleológica e sistemática do quadro normativo aplicável⁷⁴⁴, reveladora dos critérios a que o direito positivo lança mão para, de forma consistente e coerente, alocar direitos patrimoniais *ou* ao património geral *ou* a patrimónios autónomos ou separados, é seriamente abalado o pressuposto, tantas vezes afirmado, de que a titularidade jurídica constitui o critério essencial para a delimitação do chamado património geral de um sujeito⁷⁴⁵.

Nesta direção, não rejeito a relevância neste âmbito da imputação patrimonial a partir da titularidade, nem expurgar do problema a referência ao sujeito jurídico; de outro modo dito, não abandono a conceção subjetivista de património e, fugindo para o outro extremo do espectro, pretendo sustentar uma caracterização *objetiva* do património, ou a ideia de um património sem sujeito. A titularidade jurídica permanece, neste domínio, como critério essencial para a determinação da imputação de direitos⁷⁴⁶, de que depende, desde logo, a *esfera de controlo* sobre os bens que integram o património. Servirá sempre, além disso, como indício de *pertença patrimonial*⁷⁴⁷ e, nessa medida, como ponto de partida na tarefa de circunscrição da *massa de responsabilidade* do devedor. Isto dito, entendo porém

⁷⁴² Assinala a relação entre o *princípio da responsabilidade patrimonial* consagrado no art. 601.^o e a *ação de cumprimento e execução cujo princípio geral é estabelecido* no art. 817.^o, J. COSTA GOMES, “A esfera de bens impenhoráveis”, p. 276.

⁷⁴³ Na literatura italiana, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 69 ss.

⁷⁴⁴ Propugna-se um percurso metodológico análogo ao seguido na literatura jurídica germânica: porque não é possível simplesmente eliminar o efeito da posição jurídica real do titular do acervo patrimonial em questão e substituí-la por uma pura consideração da afetação económica do património fiduciário ao fiduciante (entre outros, GAUL, *Neuere “Verdinglichungs”*, p. 119, e STEIN/JONAS, *ZPO §771*, p. 657; WIELING, *Sachenrecht*, pp. 259 ss.), releva uma interpretação *teleológica e sistemática* de determinadas normas positivadas, designadamente aquelas que delimitam o património do devedor em situação de insolvência e execução singular (cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 52, e WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 56).

⁷⁴⁵ No fundo, partilha-se aqui a postura *não resignada* que está na base das construções dogmáticas que, noutros direitos continentais — e especialmente nos direitos alemão, suíço e italiano — procuraram oferecer um enquadramento mais efetivo à tutela da posição do fiduciante num cenário de insolvência do fiduciário (cf. §3.^o).

⁷⁴⁶ Mas também como fundamento para a imputação de custos e reconhecimento de danos eventualmente produzidos — cf., assim, G. DORIA, “*Il patrimonio finalizzato*”, p. 500.

⁷⁴⁷ Assim, na literatura alemã, ASSFALG, *Behandlung*, p. 167, e WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 57; na italiana, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 69 ss., e “*La cassazione fa un passo avanti*”, pp. 153 ss.

que deve ser sujeita a confirmação a asserção normativa comumente difundida segundo a qual é a titularidade de direitos que, nas relações estabelecidas com credores, desenha por princípio o perímetro dos direitos patrimoniais executáveis. E, concluindo-se não ser esse o caso, extrair daí as devidas consequências.

Por seu turno, não pretendo também, ao sugerir a relevância normativa, mesmo que apenas parcelar, de outros critérios normativos relevantes para a delimitação da esfera de garantia patrimonial do devedor, pura e simplesmente convocar e aplicar de forma acrítica aquelas teses que — por exemplo na jurisprudência germânica do início de século XX — invocam como fundamento para a tutela do fiduciante a ideia de *pertença económica*⁷⁴⁸. Estas construções seguem na direção correta, ao sugerirem a necessidade de uma consideração finalística dos elementos que compõem o património, fazendo relevar, de um prisma jurídico, a função que desempenham na esfera do seu titular. Não se ignora, no entanto, aquele conceito, se pretendido com uma valência normativa autónoma, é de difícil compatibilização com a dogmática civilística prevalecente e, em particular, com o modo típico de alocação de posições jurídicas subjetivas de natureza patrimonial, cujo formalismo não acolhe qualquer abertura para o reconhecimento de relevância jurídica a ideias de *propriedade económica* ou *titularidade substantiva*⁷⁴⁹. Qualquer solução para o problema formulado, mesmo uma que atribua relevância a critérios assentes na afetação económica de um bem, terá sempre de se compatibilizar com o quadro dogmático vigente.

IV. Por fim, também não se ignora o elemento literal do art. 601.º, que expressamente se refere a *todos os bens do devedor* quando delimita o âmbito da denominada *garantia geral*⁷⁵⁰, e que sempre funcionou como alegada evidência do

⁷⁴⁸ *I.e.*, a *wirtschaftlichen Zugehörigkeit des Treuguts zum Vermögen des Treugebers* — cf. §3.1.

⁷⁴⁹ Aliás, o reconhecimento disso está na origem das inúmeras construções que, no direito germânico, procuraram compatibilizar com a estrutura típica dos direitos subjetivos patrimoniais a tutela que a jurisprudência foi, desde muito cedo, concedendo à posição do *Treugeber*, assente precisamente, e sem grandes preocupações de justificação dogmática, nesta ideia de *pertença económica* — cf. §3.1.

⁷⁵⁰ Interessa fazer um parêntesis para assinalar que não se desconhecem aquelas vozes que, na nossa doutrina (como noutras), apontam a incongruência técnica desta noção de *garantia geral* quando usada para descrever o acesso do credor ao património do devedor a fim de assegurar o cumprimento do programa prestacional estipulado. Afinal, aquele acesso estaria sempre inerente à posição de vantagem que é conferida ao credor pela titularidade do direito de crédito e que, no limite, habilita a efetivação da responsabilidade patrimonial do devedor em caso de incumprimento; daí não resultaria, porém, um qualquer aumento da possibilidade ou probabilidade de satisfação do crédito, nem um alargamento da massa de bens responsáveis, aquilo que, na sua essência, define uma garantia. Neste sentido, veja-se a explicação convincente de J. COSTA GOMES, *Assunção Fidejussória*, p. 15 ss. Reconhecendo a validade e o rigor técnico desta distinção, opto porém,

acolhimento da titularidade enquanto critério unificador do *património executável* e da consequente irrelevância de ponderações de outra índole⁷⁵¹. É certo que a interpretação da norma jurídica, como a de qualquer texto, deve partir do sentido literal, sendo nele que encontra a sua primeira orientação e o limite da atividade interpretativa — em suma, *a determinação do sentido literal delimita o campo em que se leva a cabo a ulterior actividade do intérprete*⁷⁵². A verdade, porém, é que de um prisma literal, o art. 601.º — tal como, de resto, o art. 817.º — é absolutamente *neutro*⁷⁵³. Ambos aqueles preceitos assentam a delimitação da garantia genérica numa fórmula implícita e ambígua⁷⁵⁴, que não se identifica em exclusivo com um único significado normativo possível e que não impõe uma remissão substancial para um tipo determinado de situação jurídica subjetiva (*in casu*, a titularidade plena e exclusiva de um direito) enquanto critério delimitador da esfera de garantia patrimonial do devedor. Em rigor, não é feita qualquer referência à categoria da titularidade, ou assumido um qualquer compromisso com o direito de propriedade⁷⁵⁵. Esta disposição legal suporta-se, ao invés, numa ideia de *pertença*, mais difusa do que uma remissão expressa para a titularidade de direitos ou a propriedade de bens⁷⁵⁶, pelo que a apreensão do seu conteúdo normativo não dispensa a consideração cabal do *círculo hermenêutico* em que se insere, impondo a ponderação dialética e inclusiva de todos os critérios de

como aliás faz o autor citado, por manter ao longo da exposição que se segue algum grau de sobreposição entre as ideias de *garantia geral* (ou *comum*) e a de *responsabilidade patrimonial*. Seguramente porque expressiva para ilustrar a posição do credor *vis-a-vis* o património do devedor — afinal, mesmo antes de qualquer ato de efetivação de responsabilidade, aquele património assegura já um grau substancial de tutela da posição do credor, por oposição à *intangibilidade* da mera confiança depositada no devedor de que este irá cumprir o programa contratual estipulado —, a noção de *garantia geral* encontra-se bem consolidada no léxico jurídico — ou “fez fortuna e volveu verdadeiro aforismo jurídico” (cf. P. CUNHA, “O património do devedor é a garantia comum dos credores”, p. 102) —, é utilizada amplamente na doutrina justamente para descrever a esfera de bens de um devedor que se encontram à disposição dos credores para a satisfação das suas pretensões, sem que, todavia, daí resultem equívocos quanto a uma sua suposta recondução à categoria dogmática — e por isso ao regime jurídico — das garantias especiais.

⁷⁵¹ WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, pp. 52 ss., considera que a titularidade jurídica de um direito constitui apenas um indício da pertinência patrimonial daquele mesmo direito ao devedor que poderia porém ser afastada em função da particular conformação dos interesses patrimoniais concretizada pelas partes (*id.*, p. 57). No mesmo sentido, ASSFALG, *Behandlung*, p. 164.

⁷⁵² Cf. LARENZ, *Metodologia*, p. 457.

⁷⁵³ Veja-se o que a respeito do art. 2740 *codice*, inspirador do nosso art. 601.º, escrevia, em 1955, SACCO, *Il potere di procedere in via surrogatoria*, p. 87 (apud MEUCCI, *La destinazione di beni*, p. 417, nota 168): aquela norma não contém “uma mais ou menos completa definição da responsabilidade ou da garantia genérica”, constituindo antes uma norma lacunosa, contendo “um simples reenvio a outras normas”.

⁷⁵⁴ O que não é sequer atípico, sendo a ambiguidade do texto legal a razão essencial da insuficiência do recurso ao elemento literal — assim, entre nós, por exemplo, OLIVEIRA ASCENSÃO, *O Direito*, p. 397.

⁷⁵⁵ Em sentido semelhante, referindo-se ao art. 2740 *codice*, JAEGER, *La separazione*, p. 365, e, mais recentemente, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 78 e, já antes, em “La cassazione fa un passo avanti”, pp. 153 ss.

⁷⁵⁶ Rejeitando a identificação da letra do art. 2740 *codice* com a titularidade, LUPOLI, *Istituzioni*, p. 234.

interpretação relevantes⁷⁵⁷. Acresce que esta ambiguidade (e portanto esta insuficiência) da letra da lei se manifesta também nas demais normas processuais que auxiliam na tarefa da delimitação do património executável do devedor, designadamente as que determinam os pressupostos de que depende a possibilidade de terceiros se oporem à execução coerciva — em processo singular ou coletivo — dos bens do devedor⁷⁵⁸. No regime da insolvência, fala-se de um *direito de separação* ou de *restituição de bens*⁷⁵⁹, abdicando-se de uma formulação técnico-formal, focada na natureza do direito em questão. O mesmo sucede no regime dos embargos de terceiro⁷⁶⁰. Em nenhum destes casos — como aliás de verá adiante — as prerrogativas de separação reconhecidas a terceiros são identificadas com o exercício de um direito de reivindicação.

Daí que surja metodologicamente equívoca, por ignorar as limitações típicas e inevitáveis do recurso exclusivo ao elemento literal⁷⁶¹, a asserção — transversal na doutrina hoje dominante — segundo a qual da expressão *todos os bens do devedor* resulta necessária uma referência à titularidade jurídica enquanto critério delimitador do âmbito da responsabilidade patrimonial. Partindo de um dado linguístico ambíguo, por natureza propensa a vários significados relevantes⁷⁶², e assentando implicitamente numa determinada conceção (de cariz subjetivista) de património, é enunciada como imposta pela (letra da) lei uma determinada consequência jurídica que é negada se, ao invés, for seguido um percurso metodológico cuidado, que encerre a ponderação de todas as diretrizes

⁷⁵⁷ Assim se procedendo não apenas a uma *interpretação literal*, mas também a uma *interpretação lógica*. Na verdade, como se espera demonstrar, se valorizada uma perspetiva interpretativa sistemática do quadro normativo que regula a responsabilidade do devedor, é com dificuldade que se pode compatibilizar a *norma final* (CHIASSONE, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, p. 94) a extrair do art. 601.º (conjugado com o art. 817.º) com a proposição comum que faz coincidir a pertença a que se refere o 601.º à esfera de direitos patrimoniais do devedor.

⁷⁵⁸ Relembre-se que, no direito alemão, a ambiguidade das normas relevantes do KO e do ZPO a respeito do reconhecimento de um direito de separação ou de oposição à penhora foi sempre considerado pela maioria da doutrina não como resultado de técnica legislativa infeliz, mas como algo de deliberado, por forma a alargar o âmbito dos direitos subjetivos reconhecidos a terceiros aptos a conceder uma tal prerrogativa de oposição ou separação — cf. §3.1

⁷⁵⁹ Cf. art. 146.º CIRE.

⁷⁶⁰ Cf. art. 451.º CPC, que sujeita a possibilidade de embargo à titularidade de um *direito incompatível* (cf. §6.2). Já o art. 821.º, na delimitação do objeto da execução, volta a utilizar a expressão atécnica consagrada no art. 601.º, definindo aquele como integrando, com exceções, *todos os bens do devedor*; sobre esta disposição, LEBRE DE FREITAS, *A Acção Executiva*, pp. 205 ss.

⁷⁶¹ Cf. CHIASSONE, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, p. 82, assinala que a primeira e principal dificuldade suscitada pelo recurso à interpretação literal reside na possibilidade de o significado do texto normativo se referir ao sentido comum das palavras, induzindo o intérprete em conclusões apressadas.

⁷⁶² CHIASSONE, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, pp. 81-82; próximo, LARENZ, *Metodologia*, p. 485.

interpretativas relevantes⁷⁶³. Dito de outra forma, é construído um modelo conceptual por recurso a um elemento literal que, mesmo tendo no léxico normativo uma clara força evocativa, não é decisivo ou comprometido com uma qualquer qualificação jurídica⁷⁶⁴, para além de não dispensar a *prova de resistência* de compatibilização com o restante quadro normativo aplicável⁷⁶⁵. Sempre tendo como limite a delimitação operada pelo elemento literal, fica aberto o espaço para a consideração imperativa de outros elementos de interpretação — espaço este reforçado para referência, no mesmo artigo, aos regimes especiais de separação de patrimónios. Só desta forma pode o intérprete alcançar um resultado metodologicamente seguro e fundamentado, que, como vem sendo sustentado noutros ordenamentos, habilite uma definitiva emancipação do conceito de *património* face ao de *propriedade*⁷⁶⁶.

V. O que se acabou de defender a respeito da insuficiência e inconclusividade do elemento literal extraído do art. 601.^º (e normas conexas) para a identificação de um sentido normativo inequívoco exige que, em harmonia com os postulados metodológicos prevalecentes, se avance para a busca da *norma final* que o quadro legal da responsabilidade do devedor exprime. Para isso, impõe-se a preferência pelo resultado interpretativo que mais bem se adequa à intenção reguladora e ao escopo normativo do regime em questão. Há que, para extrair a pretendida *norma final*, prosseguir por dois caminhos metodológicos que,

⁷⁶³ Note-se que, com o que se diz em texto, não se está a afirmar uma qualquer contradição entre a letra da lei e o seu espírito, o que sempre exigiria que se afastasse a presunção de que o legislador *soube exprimir o seu pensamento em termos adequados* (cf. art. 9.^º/3). Como se disse, o elemento literal — para o que aqui interessa, do art. 601.^º — delimita o sentido possível do resultado interpretativo, do qual não me pretendo afastar. O que se afirma, diferentemente, é que a apreensão do efetivo sentido em que se exprimiu o legislador não prescinde da consideração de outros elementos e critérios de interpretação — como bem nota OLIVEIRA ASCENSÃO, *O Direito*, p. 397 —, algo que, de resto, os preceitos aqui em análise não afastam.

⁷⁶⁴ Rejeita igualmente, referindo-se ao quadro normativo germânico, que a delimitação da esfera expropriável pelos credores gerais (e o correlativo direito de separação conferido a terceiros ao abrigo do §771ZPO), assenta na natureza jurídica da pretensão em questão, sugerindo em alternativa o recurso a uma abordagem teleológica, GAUL, “Dogmatische Grundlagen”, p. 338.

⁷⁶⁵ Cf. SALAMONE, “La c.d. proprietà del mandatario”, p. 81. No mesmo sentido, referindo-se também à insuficiência normativa do elemento literal do art. 2740 *codice*, MEUCCI, *La destinazione di beni*, pp. 416 ss.; SACCO, *Il potere di procedere in via surrogatoria*, p. 87.

⁷⁶⁶ Esta particular exigência na interpretação das normas jurídicas, rejeitando como inevitáveis consequências jurídicas resultantes de uma leituras puramente linguísticas, é a base sobre o qual se construiu o edifício da doutrina da *Treuhand* no direito alemão. Rejeita expressamente que o *gehorig* seja um conceito técnico-jurídico, e que portanto se refira exclusivamente a bens de que o devedor seja proprietário, WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 56; no mesmo sentido, PICHERER, *Sicherungsinstrumente*, p. 103; SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, pp. 124 ss.; além disso, esta autora, p. 148, considera também deliberado o recurso à noção *atécnica* de separação (*Aussonderung*), em detrimento por exemplo da noção de reivindicação.

andando em paralelo, se intersejam reciprocamente, contribuindo em conjunto para o resultado final⁷⁶⁷: a um tempo, seguindo um raciocínio dedutivo, através da valorização do elemento sistemático⁷⁶⁸, buscando a proposição normativa implícita que resulta da ponderação de outras normas (as que se inserem no mesmo *contexto*, como também os *lugares paralelos*⁷⁶⁹) que integram o sistema⁷⁷⁰; a outro, procedendo já de modo indutivo, procurando a teleologia que subjaz ao setor normativo da responsabilidade patrimonial, que está na sua génese e que, mesmo não podendo ser elevada à categoria de norma autónoma do sistema, desenvolve um papel de cânone hermenêutico auxiliar⁷⁷¹.

Ora, o regime da responsabilidade patrimonial é composto por um conjunto amplo mas unitário (e intimamente conexo) de normas jurídicas, que não resultam sequer apenas do Código Civil e que, formando um sistema complexo, não podem deixar de ser interpretadas e aplicadas como um todo⁷⁷². Não pode ser descurada a forma como as normas vertidas nos art. 601.º e 817.º se integram no plano sistemático, atuando como ponto cardinal de uma disciplina que se espalha depois por diferentes instrumentos normativos (Código Civil, leis de processo e insolvência, leis especiais) e cujo objeto constitui, precisamente, a fase patológica das relações obrigacionais⁷⁷³. Nenhum sentido faz,

⁷⁶⁷ Aponta a insuficiência do recurso exclusivo *ou* a métodos interpretativos dedutivos *ou* a métodos interpretativos dedutivos, BOBBIO, *Contributi ad un dizionario giuridico*, pp. 290 ss.

⁷⁶⁸ Valorização esta de resto imperativa — cf. art. 9.º/1.

⁷⁶⁹ I. GALVÃO TELLES, *Introdução ao Estudo do Direito*, I, p. 250.

⁷⁷⁰ A referência a esta ideia de sistema não encerra aqui, porque na verdade dela não precisa, uma tomada de posição sobre a questão de fundo em torno da configuração (e comprovação) do sistema jurídico como um corpo coerente e completo de proposições normativas, mas suporta-se, antes e apenas, na presunção — extraída das normas que permitem ao intérprete a integração de lacunas com recurso aos princípios gerais do direito — de que o direito positivo pode ser considerado como um todo, apto a desenvolver-se a partir das suas próprias premissas (cf. BOBBIO, *Contributi ad un dizionario giuridico*, p. 290.)

⁷⁷¹ CHIASSONE, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, p. 95. Assume-se aqui preferência pelos elementos teleológicos objetivos, extraídos a partir do sistema e das ponderações finalísticas em que ele assenta, e não de uma qualquer teleologia subjetiva vinculada à vontade reguladora do legislador histórico. Sobre a contraposição entre as teorias interpretativas subjetivistas e objetivistas, por exemplo, ENGLISH, *Introdução ao Pensamento Jurídico*, pp. 170 ss.

⁷⁷² Cabe aqui recordar as palavras de MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações IV)*, pp. 505, que, referindo-se à garantia patrimonial enquanto *situação jurídica*, nota que o elenco dos elementos que a compõem “é eminentemente variável, não só em função do crédito de cuja efectivação se trate, mas também de acordo com a própria composição do património do devedor”. Daí que, sugerindo em minha opinião precisamente uma abordagem sistemática do tema da responsabilidade patrimonial, não exclusivamente centrada no art. 601.º, conclui o autor que: “o conteúdo da garantia geral das obrigações implica faculdades a, em cada caso, actuar a responsabilidade patrimonial, sendo, com esse sentido, estatuídas por lei”. Na literatura italiana, SALAMONE, “La cassazione fa un passo avanti”, pp. 153 ss., notando também a multiplicidade de normas com impacto na delimitação na esfera de garantia patrimonial do devedor.

⁷⁷³ Colocando num mesmo plano substantivo as normas delimitadoras do objeto da penhora, ainda previstas nas leis de processo, LEBRE DE FREITAS, *A Acção Executiva*, p. 18, nota 29. Sustenta a necessidade de uma

por isso, considerar central a norma vertida no art. 601.^o, como aquela que, de um prisma substancial, funda todo um regime, e considerar instrumentais, depois, um acervo de disposições legais que, nem sequer provindas apenas da lei processual, complementam o aquele preceito nuclear⁷⁷⁴.

Com isto não se está a pretender reacender o debate em torno da natureza instrumental do direito processual; esta é inequívoca⁷⁷⁵. O que se pretende, pelo contrário, é trazer para um mesmo plano hermenêutico todas as normas que, independentemente da sua colocação sistemática, têm como objeto a delimitação da esfera de garantia patrimonial do devedor. Sem prejuízo da natureza instrumental da ação executiva, que permanece sempre distinta da relação material que por via dela se pretende sancionar, impõe-se trazer para o debate em torno do critério que delimita a esfera patrimonial expropriável não apenas o enunciado geral do art. 601.^o — *perspetiva estática da responsabilidade patrimonial* — mas sim todas as normas que atuam em juízo, impondo a inclusão ou a exclusão de direitos na massa patrimonial posta à disposição dos credores — *perspetiva dinâmica da responsabilidade patrimonial*, decorrente da projeção do art. 817.^o⁷⁷⁶.

É por isso uma verdadeira perspetiva sistemática que pretendo encetar, em busca de um sentido normativo consistente e coerente do quadro legal, tomado na sua plenitude⁷⁷⁷.

tal perspetiva sistemática no domínio da responsabilidade do devedor, por exemplo, BEILSTEIN, “Die Beziehungen”, pp. 93 ss.

⁷⁷⁴ Como nota SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 11, numa alusão ao art. 2740 *codice*, nesta disposição são discerníveis dois planos distintos: de um lado, a afirmação de um princípio geral, mas de outro a remissão para um conjunto de regras especiais sobre a responsabilidade patrimonial, destinadas acima de tudo a reconhecer a distinção da esfera de incidência das categorias de *ações de execução* por credores.

⁷⁷⁵ Questão definitivamente assente na doutrina portuguesa: por todos, MANUEL DE ANDRADE, *Noções elementares*, pp. 13 ss. Também, ANTUNES VARELA, *Manual de processo civil*, pp. 7 ss.

⁷⁷⁶ Este preceito materializa o que na doutrina se designa por *poder creditício de exigir o cumprimento* — *um poder de execução virtual do património do devedor* (cf. P. CUNHA, “O património do devedor é a garantia comum dos credores”, p. 103 ss.) —, que mais não é do que uma decorrência do direito à prestação, *i.e.* a posição de vantagem em que a ordem jurídica investe o credor e que o habilita, no limite, a recorrer ao aparelho coercitivo para a satisfação daquele seu direito subjetivo (cf. J. COSTA GOMES, *Assunção Fidejussória*, p. 11-12). Merece referência o debate que dividiu profundamente a doutrina italiana, entre aqueles que insistiam numa visão dicotómica que separava o art. 2740 do art. 2910, ambos do *codice* (correspondendo o primeiro ao nosso art. 601.^o e o segundo ao art. 817.^o), o primeiro de natureza substantiva e o segundo de natureza processual, por isso mesmo instrumental (assim, LASERRA, “La responsabilità patrimoniale”, pp. 213 ss.), e aqueloutros, atualmente a opinião dominante, que assumem já sem preconceitos que aquelas disposições legais se encontram unidas num mesmo plano (substantivo), constituindo o segundo o momento de realização do primeiro — neste sentido, entre outros, MESSINEO, *Manuale di diritto civile e commerciale*, III, p. 60; BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, II, p. 42, e, recentemente, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 72 ss.

⁷⁷⁷ Esta perspetiva sistemática é bem patente naquelas correntes do direito alemão que procuraram sustentar a tutela do *Treugeber* recorrendo para isso aos sinais encontrados noutros lugares do ordenamento jurídico objeto de regulação específica — SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, pp. 126 ss, a respeito do KAAG e p. 132 §39.2AO; PICHERER, *Sicherungsinstrumente*, pp. 97 ss., sobre o §39.2 AO, e p. 100, sobre KAAG; HENSSLER,

Para tal, procuro nas páginas que se seguem identificar um conjunto de disciplinas que, entrando em diálogo com o nexó essencial formado pelos arts. 601.^o e 817.^o, contribuem para a delimitação da esfera patrimonial do devedor, sugerindo critérios normativos relevantes para o problema fiduciário *sub judice*. Por razões perceptíveis, será dada atenção particular àqueles casos em que a lei reconhece oponibilidade externa de vínculos de afetação funcional impressos sobre um acervo patrimonial. Central dentro destes é o regime do mandato sem representação, não apenas pela sua inerente aptidão para uma aplicação geral, mas porque consubstancia um exemplo incontornável de *tutela externa* de pretensões de natureza puramente obrigacional. A ele será concedida atenção particular⁷⁷⁸. Mas serão também descritos outros *lugares paralelos* situados no direito civil e comercial que, com o mesmo fundamento substancial e recorrendo a uma mesma tipologia de efeitos jurídicos, assentam no reconhecimento de oponibilidade a esses vínculos de afetação finalística⁷⁷⁹. O mesmo sucede noutros casos em que, sendo mais difusa a dissociação entre titularidade e interesse, a lei faz prevalecer critérios de índole material e económico; serão analisados, em particular, certos aspetos particulares do regime da insolvência em que isso mesmo sucede⁷⁸⁰.

VI. A valorização desta perspetiva sistemática permitirá, por sua vez e invertendo o método hermenêutico, que se proceda indutivamente, de forma a extrair a verdadeira teleologia que está subjacente ao quadro normativo que regula a responsabilidade patrimonial do devedor. Nessa direção, sugere-se como *hipótese* que a prossecução dos objetivos normativos subjacentes àquele regime legal — em síntese, a tutela do crédito e da efetividade da relações obrigacionais —, não impõe, antes desconsidera, a *contabilização* de bens de que o devedor *não* tem plena disponibilidade⁷⁸¹. De outro modo dito, sugere-se que o fundamento normativo em que assenta a delimitação da esfera de responsabilidade do

“Treuhändgeschäft”, p. 52, sobre o §39.2 AO, e p. 54, sobre KAAG. Relevante seria também a consideração das relações fiduciárias legalmente reguladas e o acolhimento do conceito de propriedade económica no direito fiscal (§39.2AO) — BITTER, *Rechtstragerchaft*, p. 292. No direito italiano, esta perspetiva sistemática é acentuada, por exemplo, por SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 49.

⁷⁷⁸ Cf. §5.1.

⁷⁷⁹ Cf. §5.2 a 5.5.

⁷⁸⁰ Cf. §5.5.

⁷⁸¹ Neste momento em que se formula esta hipótese, vale a pena relembrar a posição de WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 63, autor nota que o critério determinante para aferir da pertença de um direito a um dado património, e por isso da sua sujeição a responsabilidade patrimonial, é a *relação material* que se estabelece entre o devedor e o direito em questão.

devedor não é afinal indiferente à afetação funcional dos bens aos interesses gerais do sujeito, fazendo relevar a origem e a função dos direitos patrimoniais individualmente considerados, a afetação do seu valor económico intrínseco e a alocação do risco que lhe está subjacente⁷⁸². Em suma, importa averiguar se o regime de direito positivo adota uma perspetiva *ad rem* e não *ad personam*⁷⁸³, assente numa consideração dinâmica e funcional dos bens que, em cada momento, integram o património de um devedor.

Aponta-se, no fundo, na direção dos resultados apurados na incursão juscomparativa atrás levada a cabo e que mitigam a relevância da propriedade enquanto critério tendencialmente absoluto de delimitação da esfera de responsabilidade do devedor⁷⁸⁴. Como ficou então demonstrado, vão ganhando terreno noutros ordenamentos, num movimento que não é sequer recente, posições que apontam para um fenómeno de *objetivação* do património, e que — mesmo rejeitando entendimentos anteriores que expurgaram a personalidade jurídica da noção de património, não prescindindo da titularidade jurídica como elemento relevante — advogam uma perspetiva *dinâmica* da noção de património, que faça relevar a função que certos bens desempenham na esfera patrimonial do devedor.

É importante reiterar neste momento, antes de entrar no anunciado percurso analítico, que a relevância das coordenadas que tenho vindo a sugerir — e que continuarão a ser fundamentadas — não se limita a um plano puramente teórico e de mera arrumação de conceitos, porventura mais próxima da realidade jurídica. É que a partir delas se poderá avançar para a rejeição de um conjunto relevantes de corolários tradicionais que impediram, até hoje, o avanço da dogmática do património do devedor. Designadamente, tornar-se-á mais evidente a relação que se estabelece entre *património geral* e *património autónomo*, ao mesmo tempo que, com isso, se lançará em definitivo luz sobre as reais fronteiras traçadas entre a autonomia privada e a conformação, por negócio jurídico (atípico), da esfera de responsabilidade do devedor. Será essa a chave para abrir o caminho da resolução do problema fiduciário aqui suscitado.

⁷⁸² Sustenta que a pertença ao património consiste num conceito necessariamente de cariz económico, ASSFALG, *Behandlung*, p. 164; WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 57. Na literatura italiana, por seu turno, sustentam que a interpretação do art. 2740 *codice* não pode prescindir de uma consideração da afetação do valor económico e patrimonial dos bens de que é proprietário o titular, que terá como consequência necessária a remoção da sua esfera de garantia patrimonial aqueles que sejam detidos no interesse alheio, GAMBARO, “Apunti sulla proprietà nell’interesse altrui”, pp. 169 ss.; LUPOI, *Istituzioni del Diritto dei Trust*, p. 234.

⁷⁸³ Cf. PINO, *Il patrimonio separato*, p. 34.

⁷⁸⁴ Cf. §3.4.

VII. A acrescentar a tudo o que ficou exposto, importa por fim notar que a adoção da perspectiva sistemática aqui enunciada não pressupõe, apenas, a harmonização e articulação das normas que, mais ou menos diretamente, traçam o quadro normativo aplicável à responsabilidade patrimonial e, mais em concreto, à definição da esfera de bens e direitos do devedor que responde pelas suas dívidas gerais. Para além dessas, impõe-se também a consideração de outros vetores estruturantes do ordenamento jurídico, que possam atuar como meio auxiliar de interpretação e, dessa forma, também contribuir para racionalizar e objetivar a aplicação do direito ao caso concreto⁷⁸⁵. A interpretação jurídica deve ter sempre como preocupação metodológica assegurar o que um autor chamou de *congruência axiológica*, isto é, que o sentido extraído de uma dada norma não contenha valorações incongruentes com a projeção de outras normas hierarquicamente superiores⁷⁸⁶. Ora, encontrando-se o problema *sub judice* na tensão entre bens jurídicos distintos mas ambos merecedores de tutela, e portanto envolvendo o conflito entre princípios de sinal contrário, interessa particularmente o recurso ao princípio da proporcionalidade, enquanto instrumento que assegura a otimização do processo de *prevalência condicional* que caracteriza a interação entre coordenadas principiológicas conflitantes⁷⁸⁷.

Já noutro local desenvolvi o tema da expansão do princípio da proporcionalidade para domínios do direito privado, enquanto instrumento de resolução de conflitos entre bens e interesses jurídicos exclusivamente privados, surgindo as ideias de *adequação*, *necessidade* e *justa medida* como fundamentos normativos para a construção, explicação e, também, evolução de teorias jurídicas cujo objeto constituem institutos do direito privado⁷⁸⁸. Não se justifica, por isso, que me detenha agora a sublinhar quer os motivos, quer a evidência de um tal movimento expansivo, demonstrando a idoneidade do recurso a

⁷⁸⁵ LARENZ, *Metodologia*, pp. 469-470, nota que, para além da consideração das estruturas do âmbito material regulado, relevam “certos princípios ético-jurídicos, que estão antepostos a uma regulação, nos quais a referência de sentido dessa regulação à ideia de Direito se torna apreensível, manifesta”, independentemente de “se o legislador teve sempre consciência da sua importância para a regulação por ele conformada”. Sobre esta relevância dos princípios jurídicos enquanto instrumentos de interpretação da lei, J. RAZ, “Legal Principles and the Limits of Law”, pp. 840 ss.

⁷⁸⁶ CHIASSONE, *Tecnica dell’interpretazione giuridica*, p. 109.

⁷⁸⁷ Assinala a relevância do princípio da proporcionalidade enquanto instrumento apto a modelar normas jurídicas cujo objeto consiste na conciliação de interesses privados, por exemplo, KLUTH, “Prohibición de exceso y principio de proporcionalidade en Derecho Alemán”, pp. 214 ss. (pp. 236 ss.). Também LARENZ, *Metodologia*, p. 501, reconhece ao princípio da proporcionalidade a função de fio condutor metodológico da concretização judicial da norma.

⁷⁸⁸ Cf. A. FIGUEIREDO, “O princípio da proporcionalidade”, pp. 23 ss. (especialmente, pp. 31 ss.).

este princípio. O que pretendo sugerir é que a tarefa de delimitação da *massa de responsabilidade do devedor* não se encontra isenta de um escrutínio de proporcionalidade, materializado, precisamente, na aferição dos critérios (interpretativos) adotados para justificar uma (suposta) prevalência dos bens promovidos pelo regime da responsabilidade patrimonial sobre a tutela da autonomia privada, a fonte do negócio fiduciário (atípico). Tais critérios deverão comprovar-se *adequados* à prossecução dos fins do aludido regime da responsabilidade patrimonial, ingerindo na menor medida possível na esfera dos bens jurídicos postergados — *teste de necessidade* —, para além de, por fim, ficarem sujeitos a um *teste de equilíbrio* ou *justa medida*. O princípio da proporcionalidade surge, neste domínio, como diretriz interpretativa fundamental, cuja devida consideração poderá reforçar os resultados obtidos a partir da perspetiva sistemática do quadro normativo aplicável — e, reflexamente, consolidar a construção dogmática que se pretende oferecer como resposta ao problema fiduciário formulado. Percorrendo esta via metodológica, será porventura possível prescindir de valorações extrajurídicas e de cariz ideológico, substituindo-as por instrumentos interpretativos aptos a promover a racionalização das soluções jurídicas, em especial quando em causa está a ponderação de bens jurídicos em conflito⁷⁸⁹.

§5.º Afetação funcional e separação patrimonial no direito positivo

5.1 O regime da responsabilidade por dívidas do mandatário sem representação como dado normativo paradigmático

5.1.1 O art. 1184.º e a separação de patrimónios entre mandante e mandatário; requisitos e objetivos normativos

I. O regime de responsabilidade por dívidas do mandatário sem representação constitui o exemplo central de reconhecimento, no nosso direito, de relevância jurídica à impressão de um vínculo de *afetação funcional* sobre um determinado acervo patrimonial, marcando um acentuado desvio às coordenadas dogmáticas dominantes no domínio da

⁷⁸⁹ Como anunciado no texto, esta hipótese será retomada adiante — cf. §6.1.

responsabilidade patrimonial⁷⁹⁰. O art. 1184.^o é, neste domínio, a disposição normativa central, impondo o isolamento dos chamados bens do mandato — *i.e.* os bens que o mandatário haja adquirido em execução do mandato — face ao risco de *agressão* por parte dos credores gerais do mandatário⁷⁹¹. Não sendo um regime ignorado na literatura jurídica, permanecem por explorar alguns dos seus aspetos mais decisivos: desde logo, a circunstância de este regime materializar um caso paradigmático de verdadeira segregação patrimonial, impondo — nos termos que serão detalhados — a autonomização daqueles bens do mandato na esfera patrimonial do mandatário e para os efeitos (limitados) da responsabilidade por dívidas⁷⁹². Além disso, interessa explorar a *vocação expansiva* daquela disposição para fora do quadro típico do mandato, ensaiando a sua aplicação genérica a situações de titularidade em nome próprio mas no interesse de terceiro⁷⁹³.

⁷⁹⁰ Sobre a natureza fiduciária do mandato sem representação, em todas as suas conformações, cf. §2.^o.

⁷⁹¹ Está em causa uma disposição legal que, como reconhecem PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, II, p. 752, tutela a posição jurídica do mandante, “com sacrifício de alguns princípios”, particularmente aqueles resultantes do artigo 601.^o e 817.^o.

⁷⁹² Cf. J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 131.

⁷⁹³ Ainda que pouco difundido na doutrina, e não consolidado na jurisprudência, o recurso ao art. 1184.^o como âncora legal da oponibilidade da posição jurídica do fiduciante não é, muito na esteira do que sobre o tema se escreveu para o direito italiano, novidade absoluta. Certo que algumas vozes da doutrina insistem em ignorar as potencialidades deste normativo para encontrar aplicação genérica às situações de titularidade fiduciária de direitos — por exemplo, é absolutamente omissa quanto a esta possibilidade MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, pp. 256 ss. (especialmente, p. 268). MORAIS ANTUNES, *Do Contrato de Depósito Escrow*, p. 267, nota 1010, rejeita expressamente esta extensão analógica do art. 1184.^o, atenta a sua natureza excecional. Há porém vozes, e cada vez mais, em sentido contrário: não oferecendo justificação desenvolvida, PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral*, p. 646-647, que admite a aplicação do artigo 1184.^o nos casos em que “o fiduciário tiver sido investido na titularidade dos bens fiduciários através de um contrato de mandato sem representação”; referindo a possível aplicação, mas sem tomar posição clara, M. GALVÃO TELES, “Unidroit preliminary draft convention”, pp. 437-438; VAZ TOMÉ/LEITE DE CAMPOS, *A Propriedade Fiduciária (Trust)*, p. 225. Bastante mais detalhadas, e próximas (mais nos resultados do que propriamente no caminho percorrido), são as posições de PESTANA DE VASCONCELOS e VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, que apontam de forma clara para uma aplicação mais ampla do art. 1184.^o como derrogação do princípio previsto no artigo 601.^o. O primeiro enceta um interessante percurso em torno da proximidade entre o contrato de mandato e o negócio jurídico fiduciário (pp. 211 ss.), demonstrando a natureza fiduciária do contrato de mandato, que nas suas várias modalidades conduz “na sua execução à criação de posições fiduciárias” (p. 211). Assim, conclui pela aplicação direta do art. 1184.^o ao negócio fiduciário de gestão, sempre que este “possa ser qualificado como um mandato ou como um contrato atípico de prestação de serviços”. Já quanto aos negócios fiduciários em garantia, que o autor reconhece não poderem ser “qualificados como mandatos ou contratos atípicos de prestação de serviços” (p. 221), impõe-se, ainda assim, a aplicação analógica do artigo 1184.^o, fundada na semelhança material entre o conflito de interesses que esta norma visa regular e aquele que subsiste nas relações entre “fiduciante/garante, fiduciário garantido e credores deste” (p. 227, e nota 499). Já PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 523 ss., pronunciando-se unicamente acerca da extensão analógica do art. 1184.^o à cessão de créditos em garantia, qualificada pelo autor como negócio fiduciário (pp. 241 ss.), chega a um resultado idêntico, fundado, neste caso, na identidade entre, de um lado, a função desempenhada no património do mandatário dos bens adquiridos em execução do mandato e, de outro, a função que os créditos alienados em garantia cumprem no património do cessionário/fiduciário (pp. 525-526). Recentemente, o tema foi igualmente abordado com profundidade por VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, pp. 1091 ss., que de forma desenvolvida, e não apenas (nem sequer principalmente) para as situações de *fiducia cum creditore*,

Para esse efeito, interessa que nos debrucemos primeiro sobre a generalidade do regime legal do mandato (com e sem representação), começando por assinalar uma distinção fundamental que, quando devidamente considerada, contribui de forma decisiva para apreender o verdadeiro âmbito e alcance normativo do art. 1184.º. A generalidade das disposições que traçam o regime aplicável ao tipo legal do mandato — e, desde logo, as disposições comuns, relativas ao mandato com e sem poderes de representação (cf. arts. 1157.º a 1178.º) — destinam-se a regular a chamada *relação interna* do mandato, *i.e.* a relação de natureza contratual estabelecida entre mandante e mandatário⁷⁹⁴. Entre outras matérias, e sem prejuízo do espaço — que não é pequeno — deixado à autonomia privada para a modelação em concreto dos interesses em jogo⁷⁹⁵, é estabelecido o quadro-tipo dos direitos e obrigações recíprocos de mandante e mandatário e da execução da atividade gestória que cabe a este último⁷⁹⁶, regula-se a vigência, suspensão e cessação do contrato⁷⁹⁷, a (eventual) remuneração devida ao mandatário⁷⁹⁸, são estabelecidas normas específicas para os casos de pluralidade subjetiva⁷⁹⁹, reconhece-se um *ius variandi* ao mandatário⁸⁰⁰,

considera o preceito legal em análise e, mais genericamente, o regime do mandato sem representação, apto a fornecer as bases para construir uma noção geral de titularidade em nome próprio mas no interesse de terceiro.

⁷⁹⁴ Sobre a sistematização dos preceitos legais que compõem o regime do mandato no nosso código civil, cf. J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, pp. 109-110.

⁷⁹⁵ Veja-se, a respeito da amplitude da liberdade contratual no quadro dos tipos contratuais, PINTO DUARTE, *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, p. 22 (em particular, nota 25).

⁷⁹⁶ Cf., na disciplina geral do mandato, arts. 1161.º, 1167.º; especificamente a respeito do mandato sem representação, e atenta a sua estrutura própria, que faz repercutir de forma plena, num primeiro momento, os efeitos associados ao ato de gestão praticado pelo mandatário na esfera deste, são consagradas obrigações especiais destinadas a assegurar a imputação subsequente daqueles efeitos na esfera jurídica do *dominus*. Relevam, em particular, o art. 1181.º/1, que impõe ao mandatário a obrigação de transferir para o mandante os direitos adquiridos em execução do mandato; o art. 1182.º, que impõe ao mandante a obrigação de assumir as obrigações contraídas pelo mandatário em execução do mandato, ou alternativamente de entregar ao mandatário os meios necessários para as cumprir ou reembolsá-lo do que este houver despendido nesse cumprimento; e por fim o art. 1183.º, que estabelece o regime de responsabilidade do mandatário por obrigações assumidas por pessoas com quem haja contratado.

⁷⁹⁷ Cf. art. 1168.º, quanto à suspensão, e arts. 1170.º ss., quanto à revogação e caducidade. Releva a este respeito também o art. 1179.º, especificamente aplicável ao mandato com representação, que determina a revogação do mandato na sequência da revogação ou renúncia à procuração. Na literatura portuguesa, detalhadamente, cf. VIDEIRA HENRIQUES, *A Desvinculação Unilateral Ad Nutum nos Contratos Civis de Sociedade e de Mandato* e J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*.

⁷⁹⁸ Cf. art. 1158.º.

⁷⁹⁹ Cf. arts. 1160.º, 1166.º — sendo também regulada a possibilidade de o mandatário fazer-se substituir ou servir-se de auxiliares (cf. art. 1165.º) — e art. 1169.º.

⁸⁰⁰ Cf. art. 1162.º, que permite que o mandatário se afaste das instruções recebidas nos casos em que seja razoável supor que o mandante aprovaria a sua conduta, se conhecesse certas circunstâncias que não foi possível comunicar-lhe em tempo útil; sobre o *ius variandi* nalguns tipos contratuais previstos na lei civil, e sobre o seu escrutínio à luz do princípio da proporcionalidade, cf. A. FIGUEIREDO, “O princípio da proporcionalidade”, pp. 36 ss.; de forma mais genérica, cf. também o meu “O Poder de Alteração Unilateral nos Contratos Bancários Celebrados com Consumidores”, pp. 9 ss. (pp. 24 ss.).

regulam-se casos particulares de incumprimento⁸⁰¹. Em síntese, trata-se da regulação do *elemento obrigacional* do contrato de mandato, que assenta na predisposição de um acervo de normas, de natureza injuntiva e supletiva, que são extensíveis a outros modelos contratuais que sejam estrutural e funcionalmente análogos ao mandato⁸⁰².

Distinta desta dimensão *obrigacional e relativa* é a situação jurídica de *titularidade* imputável à esfera do mandatário em resultado da execução do mandato. Em causa está, agora, o efeito negocial — eventual, mas comum — do mandato sem representação, decorrente do acolhimento da tese da *dupla transferência*, plasmada no art. 1180.º e materializado na aquisição, pelo mandatário, de uma posição tendencialmente plena e exclusiva, mas funcionalmente afeta à prossecução ao escopo do mandato e, mais genericamente, do interesse do mandante⁸⁰³. Este segundo conjunto de disposições distingue-se do primeiro, no seu âmbito de aplicação como no respetivo alcance normativo, justamente porque tem como objeto esta *situação proprietária* em que, no mandato sem representação, fica investido o mandatário, e também porque, partindo daí, visam assegurar, *para fora* da relação contratual, a plena incidência dos efeitos do ato gestório praticado pelo mandatário na esfera do mandante. Surge aqui paradigmática a norma vertida no art. 1184.º, que porém não esgota esta segunda categoria. Releva também a disposição que permite ao mandante exercer direitos de crédito na titularidade do mandatário⁸⁰⁴, mas

⁸⁰¹ Cf., por exemplo, arts. 1170.º/2 e 1172.º.

⁸⁰² Cf. o já citado art. 1156.º. Sobre o alcance desta remissão genérica, na jurisprudência, cf. o Ac. do STJ, de 11/12/2003 (LUCAS COELHO).

⁸⁰³ Cf. §2º. Em traços simplificados, fala-se aqui, no mandato para adquirir, do direito adquirido pelo mandatário a terceiros em execução do mandato; no mandato para alienar, do direito transferido pelo mandante ao mandatário para posterior alienação (mas também do produto obtido uma vez concretizado esse ato alienatório); e no mandato de gestão, dos bens transferidos para o mandatário para esse fim, bem como os frutos resultantes da atividade gestória. Aliás, como é bem assinalado nalguma jurisprudência, o teor do art. 1184.º justifica-se porque, fruto do acolhimento este nós da tese da dupla transferência, o mandatário torna-se, por execução do mandato, verdadeiro proprietário dos bens do mandato; assim, por exemplo, o Ac. do STJ, de 02/10/2008 (DEOLINDA VARÃO).

⁸⁰⁴ Cf. art. 1181.º/2, nos termos do qual — também em derrogação da teoria da dupla-transferência (assim, MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, pp. 464-465) — *relativamente a créditos, o mandante pode substituir-se ao mandatário no exercício dos respectivos direitos*, com isso permitindo a lei que aquele exerça um direito que só substancialmente é seu. Ora, se é certo que desta regra não lesa interesses do mandatário ou as legítimas expectativas do devedor (cf. PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, II, p. 750), ela não deixa de permitir ao mandante, a quem não cabe a titularidade do crédito em questão, prevalecer-se da sua titularidade substancial sobre, designadamente, credores do mandatário. Adiante se explorará a aptidão desta regra para a resolução de problemas particulares suscitados no quadro de relações fiduciárias, designadamente associados à compensação de créditos que delas sejam objeto. Apontam justamente a analogia entre o art. 1181.º/2 e o art. 1184.º, PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, II, p. 750, que enquadram esta *autorização* concedida ao mandante para se substituir ao mandatário como uma modalidade de ação direta, em desvio ao “princípio geral de que a gestão do mandato se move exclusivamente na esfera jurídica do mandatário e de terceiros, e não do mandante”. Na jurisprudência, é reconhecido no Ac. da RP, de 19/11/2009 (JOANA SALINAS) que, não obstante a

também a norma que impõe o dever de (re)transmissão dos bens do mandato ao mandante, que afeta — pelo menos interpartes — o conteúdo do poder de fruição e disposição reconhecido ao mandatário⁸⁰⁵, para além de habilitar o recurso ao instituto da execução específica em caso de incumprimento daquela obrigação⁸⁰⁶. Bem se vê como o mandato sem representação, porque os planos obrigacional e proprietário surgem plenamente interligados, convoca a aplicação de ambas as categorias de normas.

II. Feito este enquadramento, e reconduzido o art. 1184.º àquela categoria de normas destinada a regular a particular titularidade (fiduciária) em que fica investido o mandatário em execução do mandato, atentemos no teor daquele preceito: rejeitando a *consequência lógica*⁸⁰⁷ do aludido regime da dupla transferência — *i.e.* a penhorabilidade pelos credores pessoais do mandatário dos bens de que é titular pleno e exclusivo —, a norma vertida no art. 1184.º determina, ao invés, que tais direitos não respondem pelas dívidas pessoais do mandatário, encontrando-se fora da sua *esfera patrimonial expropriável* delimitada ao abrigo do nexó normativo fundado nos art. 601.º e 817.º. Aquele acervo patrimonial permanece na esfera jurídica do mandatário, sujeito embora a um regime especial de *responsabilidade por dívidas*. Como forma de garantir as condições necessárias ao cumprimento do fim económico-social do contrato de mandato⁸⁰⁸, chega-se a um resultado que, para efeitos específicos, desconsidera a titularidade que cabe ao mandatário, reconhecendo jurisdição externa ao vínculo de afetação funcional, materializada na oponibilidade a terceiros da posição do mandante⁸⁰⁹.

execução do mandato implicar a transmissão da propriedade para o mandatário do bem a gerir, o mandante dispõe da prerrogativa de, em seu próprio benefício, se substituir ao mandatário no exercício de certos direitos.

⁸⁰⁵ Cf. art. 1181.º. No fundo, como nota na literatura suíça WEBER, “art. 394-406OR”, pp. 2383 ss., referindo-se a um quadro legal em grande medida análogo ao nosso, o alcance destas regras é o de aproximar — no plano estritamente material — os dois modelos (representativo e não representativo) de mandato previstos na lei.

⁸⁰⁶ Sobre a recusa de transferência pelo mandatário e a execução específica da obrigação de contratar, cf., por todos, J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 1331 ss.; acerca da possibilidade de recurso ao instituto da execução específica como meio de tutela do fiduciante em caso de incumprimento, pelo fiduciário, da obrigação de (re)transmissão do bem fiduciário, cf. §7.1.

⁸⁰⁷ J. COSTA GOMES, *Contrato de Mandato*, p. 117.

⁸⁰⁸ VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, p. 1122. Na literatura da *law and economics*, são também comumente apontadas as vantagens económicas do chamado *assets partitioning*, fenómeno de que este art. 1184.º é um bom exemplo — cf., por todos, HANSMANN/KRAAKMAN, “The essential Role of Organizational Law”, pp. 387 ss.; S. SCHWARCZ, “Commercial Trusts as Business Organizations”, pp. 325.

⁸⁰⁹ De outro modo dito, a lei reconhece a dissonância entre, de um lado, o vínculo obrigacional que subjaz ao mandato e, de outro, a posição jurídica em que o mandatário, titular dos bens do mandato, se encontra

Do prisma do mandante, é consagrado um verdadeiro *direito de separação*⁸¹⁰, que todavia apresenta uma natureza irregular ou atípica, uma vez que não se funda, como é comum, numa pretensão real, mas numa pretensão obrigacional e estruturalmente relativa⁸¹¹. Este direito de crédito é merecedor de uma tutela reforçada, tornando-se oponível a terceiros, ainda que não consubstanciando um verdadeiro direito de reivindicação⁸¹². O que significa que aquela tutela da posição do mandante não se concretiza mediante o reconhecimento de um vínculo de natureza real (de gozo ou garantia), mas tão só através do reforço da peculiar obrigação que para o mandatário resulta da relação do mandato e cuja proteção a lei toma seriamente no contexto de conflito com os credores do mandatário não relacionados com a execução do mandato⁸¹³. Isto implica que, perante a relação que emerge do mandato sem representação e em harmonia com outros princípios vigentes no nosso direito, os credores gerais do mandatário não são tratados como efetivos terceiros, mas são antes investidos na posição económica em que, face ao mandante e aos bens do mandato, se encontra o próprio mandatário⁸¹⁴.

Interessa olhar de perto para esta disposição legal, a fim de determinar com precisão o regime que dela resulta (pressupostos de aplicação, efeitos, limites, etc.), mas também para discernir a teleologia que lhe subjaz, os seus fundamentos normativos. Com isso ficará traçado o quadro normativo que materializa um fenómeno paradigmático de relevância

investido perante terceiros, e decide (para efeitos limitados, reitere-se) atribuir ao primeiro (alguma) eficácia externa, reconhecendo a autonomia patrimonial do património do mandato.

⁸¹⁰ LEBRE DE FREITAS, *A Accção Executiva*, pp. 221-222 encontra no art. 1184.º um exemplo de “impenhorabilidade por consideração de interesses de terceiro”.

⁸¹¹ Assim, referindo-se ao regime do mandato sem representação no direito suíço, NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 104. De outro modo dito, consagram-se aquelas externalidades da relação do mandato sem que seja afetada a natureza da posição jurídica do mandante, que permanece de cariz puramente obrigacional; assim, cf. I. GALVÃO TELLES, “Mandato sem representação”, p. 11; J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, pp. 126-127; PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, II, p. 827; MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, p. 461 ss.

⁸¹² Cf., para além das obras referidas na nota anterior, N. AURELIANO, *O Risco nos Contratos de Alienação*, p. 431, e CONSTANÇA PACHECO, *Da transferência para do mandatário para o mandante*, pp. 32 ss.

⁸¹³ Assim, CALVO, *La proprietà del mandatario*, p. 118.

⁸¹⁴ É a síntese proposta por JAEGER, *La separazione*, p. 341, escrevendo a respeito do art. 1707 *codice*; sobre este dispositivo, que como se sabe constituiu a inspiração do nosso art. 1184.º (cf. PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, III, p. 753; mais detalhadamente, Cap. I, §3. Em certa medida, este resultado não deixa de ser uma concretização do princípio *nemo dat quoad non habet*, porquanto impede que os credores do mandatário sejam colocados numa situação mais vantajosa do que aquela em que se encontrava o próprio mandatário. Mas é igualmente reflexo do princípio que impõe o binómio propriedade/responsabilidade. Com efeito, característica estrutural do direito de propriedade é a responsabilidade do seu titular pelas *externalidades* produzidas pela coisa objeto daquele direito (cf. MATTEI, “Proprietà”, p. 439). Tal não sucede, como se sabe, no mandato, em que cabe em exclusivo ao mandante a responsabilidade pelas dívidas contraídas em execução do mandato e, nessa medida, a responsabilidade por aquelas externalidades.

jurídica, para efeitos de garantia patrimonial, da afetação funcional de bens na esfera de um sujeito, com o consequente efeito de separação patrimonial.

III. Esta tutela da posição do mandante é sujeita a requisitos que, visando salvaguardar a segurança jurídica e as legítimas expectativas de terceiros, limitam o seu alcance e âmbito (objetivo) de aplicação. Com efeito, aquele direito de separação só é oponível aos credores gerais do fiduciário *desde que o mandato conste de documento anterior à data da penhora desses bens e não tenha sido feito o registo da aquisição, quando esta esteja sujeita a registo*. São, nestes termos, estabelecidos dois requisitos de cuja verificação depende a aplicação do especial regime por dívidas que vem previsto no art. 1184.⁹ e que se prendem, a um tempo, com a prova da existência prévia do contrato de mandato e, a outro, com a publicidade da situação proprietária do mandatário, enquadrando-se ambos na aludida preocupação de proteção das legítimas expectativas de terceiros e, em particular, de salvaguarda de situações de fraude a credores, quer do mandatário, quer do mandante⁸¹⁵.

Em primeiro lugar, exige-se — para que os bens do mandato sejam *removidos* da esfera executável do mandatário — que o contrato de mandato conste de documento anterior à data da agressão por parte dos credores deste. Estabelece-se um critério de prioridade temporal, merecendo proteção a posição do mandante apenas quando a intervenção do mandatário por sua conta e interesse seja anterior à atuação dos credores do mandatário. Em rigor, é duplo o alcance desta exigência: o mais evidente, procura-se evitar *pseudo-aquisições* em benefício do mandatário, como se em execução do mandato, mas que na realidade tenham o exclusivo intuito de assegurar a aplicação a determinados bens da proteção conferida pela norma⁸¹⁶. De outro lado, é estabelecido um requisito de prova, estabelecendo-se que só contratos de mandato reduzidos a escrito habilitam esta limitação da responsabilidade do mandatário e, reflexamente, esta tutela da posição do mandante⁸¹⁷. Em segundo lugar, o efeito de separação patrimonial não chega a produzir-se quando, tratando-se de bens sujeitos a registo, se tenha efetivado o registo da aquisição a favor do

⁸¹⁵ Identifica com “razões de segurança jurídica, e de tutela de credores” o fundamento deste regime, J. COSTA GOMES, *Mandato*, p. 118.

⁸¹⁶ Cf. PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, III, p. 754, notando igualmente a preocupação com “os interesses ligados ao registo”. Também, MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, pp. 465 ss.

⁸¹⁷ Assim, referindo-se a requisito idêntico previsto no art. 1707 *codice*, JAEGER, *La separazione*, p. 341.

mandatário. Desta norma parece resultar o dever de o mandatário não registrar em seu favor a aquisição dos bens em questão⁸¹⁸, exceto quando tal se afigure necessário para dar devido cumprimento aos deveres assumidos perante o mandante⁸¹⁹. Nesse caso, o efeito da publicidade resultante da inscrição registral a favor do mandatário conduz a uma mais intensa e legítima situação de *afidamento* por parte de terceiros relativamente à *propriedade do mandatário*, que, na ponderação de interesses que o art. 1184.^o encerra, deverá já prevalecer sobre a posição económica do mandante. Com isto, reconhece-se a prevalência da expectativa criada nos credores do mandatário pela publicidade do registo da aquisição dos bens do mandato (quando sujeita a registo)⁸²⁰.

Verificadas as condições a que se encontra sujeita a aplicação do art. 1184.^o, o regime é claro: os bens do mandato, embora radicados na esfera do mandatário, não respondem pela suas dívidas pessoais, mas apenas por aquelas incorridas em execução do mandato. Como se já sugeriu, na base desta limitação do âmbito da responsabilidade do mandatário está um verdadeiro efeito de separação patrimonial⁸²¹, que se manifesta na oponibilidade a terceiros — em particular, credores do mandatário — do ato de destinação que subjaz à aquisição, pelo mandatário, dos direitos patrimoniais em questão⁸²². Tais bens não podem ser agredidos pelos credores do mandatário, sendo subtraídos ao âmbito de aplicação da *par conditio*. O mesmo é dizer que em causa está um dos *regimes especialmente estabelecidos em*

⁸¹⁸ Uma consequência do dever geral que recai sobre o mandatário de proteger o direito que deve transmitir ao mandante — assim, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 212-213.

⁸¹⁹ Releva a exigência de trato sucessivo (cf. art. 9.^o CodRegPredial), aplicável quando seja objeto do mandato coisa sujeita a registo que, consoante o caso, deva ser (re)transmitida para o mandante ou alienada a um terceiro, caso em que o registo em nome do mandatário será imperativo. Nestes casos de *obligatoriedade indireta do registo* (cf., por todos, MENEZES CORDEIRO, *Direitos reais*, pp. 81-83), a efetivação dos necessários registos constituirá pressuposto do cumprimento do programa contratual acordado com o mandante.

⁸²⁰ Em termos próximos, MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, p. 466. A aplicação deste regime previsto no artigo 1184.^o aos casos em que os bens adquiridos pelo mandatário em execução do mandato sejam valores mobiliários escriturais (ou equiparados), hipótese particularmente relevante no âmbito desta dissertação, exigirá adiante algumas considerações adicionais. Na realidade, e conforme se demonstrará (cf. §12.^o), deve ser afastada uma interpretação excessivamente literal daquele preceito legal, nos termos da qual, uma vez registados valores mobiliários em nome do mandatário, a separação patrimonial de que beneficiaria o mandante por via do artigo 1184.^o seria excluída. É errada uma tal conclusão, não apenas por desconsiderar a *ratio* subjacente àquela limitação, confundindo a publicidade conferida pelo registo público com o modo de circulação de valores mobiliários, fundado em registos privados e confidenciais, mas também por conduzir a soluções desiguais consoante a forma de representação dos valores mobiliários, contrariando a firme tendência normativa de neutralidade neste domínio. Aborda a questão VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, pp. 1124 ss.

⁸²¹ É assim qualificado, na literatura portuguesa, por AURELIANO, *O Risco nos Contratos de Alienação*, pp. 431-432; MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, I, p. 63, II, p. 319, e III, p. 465; e VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, pp. 1107 ss.

⁸²² Nestes termos, na literatura italiana, MANES, *Fundazione fiduciaria e patrimoni allo scopo*, p. 151; SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 238; SANTORO, *Il Trust in Italia*, p. 23.

consequência da separação de patrimónios a que faz referência a parte final do art. 601.º, constituindo o art. 1184.º um importante desvio à coordenada que aquele dispositivo legal encerra.

Certamente por um excessivo apego ao subjetivismo ainda dominante na dogmática do património, não é comum na literatura a associação expressa de um efeito de separação patrimonial à atuação do art. 1184.º. A verdade é que, uma vez aceites até ao fim as consequências emergentes do regime plasmado naquela disposição legal, não se vislumbra a que outra qualificação jurídica do especial regime de responsabilidade por dívidas do mandatário se possa chegar. Ao insistir neste ponto, não estou apenas a afirmar um mero *capricho* formalista. Com efeito, o reconhecimento descomplexado deste efeito de separação patrimonial associado ao mandato sem representação, compreendendo e densificando devidamente os fundamentos e pressupostos normativos que lhe estão subjacentes, constitui o primeiro passo para procurar uma (re)construção dogmática do tema do património e da relação entre unidade e autonomia patrimonial⁸²³. Além disso, um tal reconhecimento contribui para lançar uma nova luz sobre o espaço deixado à autonomia privada para atuar como elemento delimitador do património. Sendo inequívoco que este efeito de separação patrimonial encontra a sua fonte habilitadora na lei, a quem em última análise cabe a ponderação entre os interesses em conflito e a decisão de dar prevalência à posição do mandante em detrimento da dos credores gerais do mandatário, a verdade é que a sua atuação no quadro de um tipo contratual tão flexível e modelar como é o mandato civil é por si só reveladora de quão significativo é afinal o papel da autonomia privada na produção de um efeito de separação patrimonial⁸²⁴.

⁸²³ De um outro prisma, é precisamente este reconhecimento de que a oponibilidade a terceiros da posição em que se encontra investido o mandante, que se materializa na *irresponsabilidade* de certos bens que se encontram na esfera de propriedade do mandatário por dívidas deste, que permite a harmonização dogmática do regime do mandato sem representação com o princípio geral da relatividade das obrigações. Aquela posição do mandante, como se viu de natureza puramente creditícia, produz ainda apenas efeitos entre credor e devedor — em harmonia com o referido princípio da relatividade (MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, p. 59) —, mas porque, fruto de uma prévia ponderação legal, é apta a gerar um efeito de segregação patrimonial, ela interfere com a delimitação da garantia genérica do mandatário, indiretamente afetando os credores gerais destes, alheios embora, de um prisma estrutural, àquela relação obrigacional.

⁸²⁴ Como se disse, este tema será retomado adiante (Cf. §6.1). Por ora, basta notar como os limites impostos pelo artigo 601.º, articulado com o art. 604.º, designadamente aqueles a que se fez referência ao nível da (im)possibilidade de criação voluntária de um património autónomo, não impedem, ainda assim, a relevância da autonomia privada, e do negócio jurídico, enquanto fonte de um efeito de separação patrimonial.

IV. Para prosseguir o percurso sugerido, e avaliar a sua vocação expansiva para outros contextos, é incontornável um esforço para apurar os fundamentos normativos em que assenta o art. 1184.º. Devidamente considerada a estrutura do contrato de mandato sem representação, assente na denominada *teoria da dupla transferência*, surge naquele preceito legal perceptível o reconhecimento da especial *função* a que, na esfera patrimonial do mandatário, se encontram destinados os bens do mandato⁸²⁵. Ao contrário do que sucede na *situação proprietária* paradigmática, o mandatário não dispõe de plena liberdade para empregar aquele acervo patrimonial — que porém lhe pertence — na prossecução genérica dos seus interesses idiossincráticos. Ao invés, ele está vinculado, ainda que dentro de um quadro de discricionariedade (variável), a perseguir um fim específico, pré-determinado e pré-constituído no quadro do programa contratual assente entre mandatário e mandante, e que se projeta na prossecução de um interesse alheio — o do mandante. Ao consagrar esta tutela do mandante, a lei tem por isso em consideração quer a *origem*, quer o *destino* dos bens do mandato⁸²⁶: tais bens foram adquiridos pelo mandatário — e por isso integram a sua esfera de propriedade — *por causa* do mandato e, verificados os respetivos pressupostos à luz do quadro contratual estabelecido, eles *destinam-se* ao mandante, em cujo património devem ingressar. Donde resulta não apenas a natureza *temporária* (ou *transitória*) da titularidade do mandatário, mas essencialmente o seu carácter *substancialmente alheio*⁸²⁷.

Relacionado com esta afetação funcional que grava os bens do mandato, ou melhor, dela decorrente, surge depois um outro dado fundamental: a neutralidade económica daqueles bens no *património líquido* do mandatário. Desde logo, releva a inexistência de qualquer *investimento* da parte do mandatário na aquisição do acervo em causa⁸²⁸. Mas, acima de tudo, subjacente ao regime do artigo 1184.º está o reconhecimento de que os direitos de que o mandatário é titular no interesse do mandante não acrescem à sua esfera

⁸²⁵ J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 131, refere a circunstância de a lei “vincar e tutelar a especial destinação do bem adquirido, até que o efeito real se radique, em definitivo, no mandante”.

⁸²⁶ Assim, PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, p. 525.

⁸²⁷ Cf. PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, p. 525; a posição do mandatário não reveste, portanto, um verdadeiro conteúdo económico — cf. ANDREOLI, *Il trust nella prassi bancaria e finanziaria*, p. 150.

⁸²⁸ Seja qualquer for a modalidade do mandato, o mandante está obrigado a compensar integralmente o mandatário pelas despesas incorridas em execução do mandato (cf. art. 1167.º e art. 1182.º, segunda parte), a que acresce o dever do mandante de assumir plenamente as obrigações contraídas pelo mandatário em execução do mandato (cf. art. 1182.º, primeira parte)

patrimonial, não o enriquecendo⁸²⁹. É um efeito indissociável da relação jurídica criada pelo mandato sem representação, em simultâneo com a aquisição pelo mandatário de bens em execução do mandato a constituição da obrigação da respetiva (re)transmissão ao mandante, obrigação que de resto encontra acolhimento legal expresso⁸³⁰. A especial afetação funcional dos bens detidos pelo mandatário projeta-se decisivamente, de um prisma normativo, na própria estrutura jurídica da relação entre mandatário e mandante: aquele está legalmente obrigado a retransmitir a este *os direitos adquiridos em execução do mandato*⁸³¹. Ora, o efeito desta obrigação é, na relação interna do mandato, inequívoco: ela *anula* ou *neutraliza* qualquer efeito económico para o mandatário⁸³², uma vez que ao acréscimo decorrente da aquisição de bens do mandato corresponde uma simétrica obrigação de transmissão dos mesmos para o mandante⁸³³. Isso mesmo resulta também do acervo de normas que, para a regulação da relação interna entre mandante e mandatário, projetam na esfera daquele, de forma simétrica, as variações patrimoniais verificadas na esfera deste⁸³⁴.

⁸²⁹ Nas palavras de J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 130, “a titularidade jurídica não corresponde, *summo rigore*, a um acréscimo patrimonial”. Nestes termos também, Nestes termos, também, LUPOI, *Istituzioni*, p. 234; e LA PORTA, *L’atto di destinazione di beni allo scopo*, pp. 1100 ss. Isto mesmo não é, de resto, colocado em causa quando os bens sejam sujeitos a registo e este tenha sido efetuado; mesmo aí, caso em que o efeito de separação previsto pelo art. 1184.º se não produz, não está em causa uma recondução funcional dos bens ao património do mandatário (*i.e.*, a lei não considera que, porque foram objeto de registo, aqueles bens se encontram afinal funcionalmente afetos aos interesses do mandatário), mas tão só uma opção pela proteção da aparência causada pela publicidade do registo. É portanto uma ponderação de ordem diferente, que se pode mesmo dizer posterior, que não afeta, antes se sobrepõe, a uma anterior qualificação dos bens do mandato como um património especial, porque funcionalmente afetos a um interesse alheio.

⁸³⁰ Cf. art. 1181.º/1, nos termos do qual o mandatário é obrigado a transferir para o mandante os direitos adquiridos em execução do mandato. É defendido na doutrina, em coerência com a tese da dupla transferência, que esta obrigação de retransmissão corporiza necessariamente um ato de alienação autónomo — cf. I. GALVÃO TELES, “Mandato sem representação”, p. 10; MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, p. 462, n. 924; na literatura italiana, em sentido próximo, CALVO, *La proprietà del mandatario*, pp. 110 e 113. Considerando que esta obrigação de retransmissão exige um novo negócio jurídico, uma manifestação de vontade por parte do mandatário (GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, p. 191), deve admitir-se o recurso à execução específica (cf. art. 830.º) nos casos de inércia do mandatário (cf. §7.1, em maior detalhe). Sobre o tema, na doutrina italiana, PALERMO, “Autonomia negoziale e fiducia”, p. 343; CARNEVALI, “Negozio juridico”, p. 6; GRASSETI, “Il negozio fiduciario nel diritto privato”, p. 11; MORELLO, “Fiducia e trust,” p. 26.

⁸³¹ Ou seja, a propriedade do mandatário surge, desde o início, *onerada* pela obrigação — imposta por lei — de transferir para a esfera daquele cujo interesse ele prossegue — o mandante — os bens e direitos adquiridos em execução do mandato — cf. GRAZIADEI, “Proprietà fiduciaria”, p. 8.

⁸³² Assim, no direito italiano, CALVO, *La proprietà*, p. 170; JAEGER, *La separazione*, p. 341; LUMINOSO, “Mandato, commissione, spedizione”, p. 281; no direito suíço, por todos, WIEGAND, “Trau, schau wem”, pp. 582 ss.

⁸³³ Em suma, o mandatário não se torna mais *rico* pela aquisição realizada no interesse alheio — cf. VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, p. 1111.

⁸³⁴ Cf. o art. 1167 c) e d), art. 1182 e 1183.º.

Por isso mesmo, pretende-se assegurar que, de um prisma patrimonial, os credores do mandatário não se encontram numa posição mais vantajosa do que aquela em que se encontra o próprio mandatário. O art. 1184.^o não opera uma qualquer subtração de bens que devessem integrar a esfera de garanta patrimonial do mandatário, porque — exceto quanto a um eventual acréscimo resultante da remuneração acordada — a execução do mandato terá por princípio um resultado económico neutro para o mandatário⁸³⁵. Sensível a esta conformação de interesses da relação interna do mandato e à alocação económica que lhe subjaz, a lei projeta-a externamente — ainda que para efeitos limitados e sujeita aos requisitos atrás referidos —, afetando as relações com uma particular categoria de terceiros, constituída pelos credores gerais do mandatário. Com isso, está-se também a abrir uma *brecha* na tutela indiferenciada da segurança do tráfego, uma vez que, ao invés de simplesmente tutelar a *aparência de propriedade do mandatário* — e as expetativas daí decorrentes para os seus credores — é antes dada prevalência a um interesse individual, o do mandante, que é objeto de tutela reforçada.⁸³⁶

Decorrência desta dissociação entre a titularidade jurídica e o interesse prosseguido — que, nos termos expostos, abala a *plenitude* da titularidade reconhecida ao mandatário e, reflexamente, justifica a proteção da posição em que se encontra investido o mandante — releva um outro dado normativo que não deve ser desconsiderado na ponderação dos fundamentos normativos desta disciplina. É a circunstância de, no mandato sem representação, correr por conta do mandante — e portanto, não do *proprietário* — o risco de perecimento ou deterioração dos bens do mandato, circunstância a que a lei, por via do art. 1184.^o, parece também não ser indiferente. Com efeito, em desvio à máxima *res perit domino*, e até ao cumprimento da obrigação da (re)transmissão dos bens do mandato para

⁸³⁵ Em virtude, a um tempo, da obrigação de transmissão para o mandante dos bens do mandato (cf. art. 1181.^o) e, a outro, do dever do mandante de reembolsar o mandatário pelas despesas por este incorridas em execução do mandato (cf. art. 1167.^o, c).

⁸³⁶ Não se navega aqui longe do *Biligkeitsprinzip* que, segundo a doutrina germânica, está na base do §392.2HGB, em tudo paralelo à disposição legal que aqui se analisa. Paradigmático na defesa deste entendimento é SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, p. 79, para quem subjacente a esta disposição estaria uma preocupação de equidade, segundo a qual um acervo patrimonial que se encontrasse na esfera de um sujeito, mas que fosse por este detido por conta e no interesse de um terceiro, não deveria estar disponível para a satisfação de dívidas a credores pessoais do titular. Sobre este aspeto, merece referência PESSOA JORGE, *O mandato sem representação*, p. 309, que a respeito do art. 1707 *codice*, bem como do projetado art. 1184.^o, conclui estar a eles subjacente o reconhecimento da injustiça resultante da possibilidade de os credores do mandatário se aproveitarem da circunstância de este se achar investido transitoriamente na situação de proprietário.

ao mandante, não é por conta do mandatário que corre aquele risco⁸³⁷, não se encontrando este obrigado a por qualquer forma compensar aquele em caso de perda ou deterioração dos bens do mandato⁸³⁸. Para este resultado, para além de a economia própria do contrato de mandato, releva, decisivamente, o postulado no art. 1163.º-d), que impõe ao mandante a obrigação de indemnizar o mandatário *do prejuízo sofrido em consequência do mandato, ainda que o mandante tenha procedido sem culpa*⁸³⁹.

5.1.2 A extensão do regime de responsabilidade por dívidas do mandatário às diversas modalidades do mandato sem representação; art. 1184.º e variabilidade dos bens do mandato (remissão); mandato, separação patrimonial e autonomia privada: a *propriedade do mandatário*

I. Apurada a razão de ser do regime trazido pelo art. 1184.º, e qualificado o efeito jurídico que aquela disposição legal impõe, interessa determinar o âmbito de aplicação desta disposição. Tendo como pano de fundo a categorização comum das diversas modalidades de mandato sem representação, que distingue o *mandato para adquirir*, o *mandato para alienar* e o *mandato para gerir* (incluindo, dentro desta, o mandato para cobrar), interessa saber se o art. 1184.º encontra aplicação em todos estes casos. É um tema já abordado entre nós⁸⁴⁰, mas cujo tratamento ainda assim se impõe, em benefício da completude da análise proposta. A dúvida quanto à extensão do regime previsto no art. 1184.º a todas aquelas modalidades do mandato sem representação é suscitada a partir de

⁸³⁷ Nem tão pouco, tratando-se de direitos de crédito o objeto do mandato, o chamado risco de crédito, *i.e.*, o incumprimento de obrigações assumidas por terceiro com quem o mandatário, na execução do mandato, haja contratado — art. 1183.º.

⁸³⁸ Neste sentido, na literatura jurídica nacional, N. AURELIANO, *O Risco nos Contratos de Alienação*, pp. 432 ss., que identifica o mandato sem representação precisamente como exemplo de “*ultrapassagem do paradigma res perit domino*”; veja-se, também, VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, p. 1134, n. 73; na doutrina italiana, por exemplo, LUMINOSO, “Mandato, commissione e spedizione”, p. 326; SALAMONE, “La c.d. proprietà del mandatário”, pp. 99-100, que instrumentaliza esta conclusão em torno da alocação do risco de perda ao mandante para procurar demonstrar a natureza não proprietária da situação em que fica investido o mandatário. No direito suíço, por exemplo, KÜPFER, *Treuhänderische Unternehmensbeteiligung*, p. 6; WIEGAND, “Trau, schau wem”, pp. 582 ss.

⁸³⁹ Especificamente a respeito do regime comercial do mandato, acresce ainda o art. 236.º CCom (aplicável ao contrato de comissão *ex vi* art. 267.º CCom), nos termos do qual o mandatário é apenas responsável durante a guarda e conservação das mercadorias do mandante, pelos prejuízos não resultantes do decurso do tempo, caso fortuito, força maior ou vício inerente à natureza da coisa.

⁸⁴⁰ Cf. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 211 ss., e VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, pp. 1104 ss.

uma consideração estrita do elemento literal, que, ao referir-se aos *bens que o mandatário haja adquirido em execução do mandato*, pode induzir a conclusão de que aquele regime tem aplicação apenas no mandato para aquisição. Reforçaria esta conclusão a circunstância de o mandato para adquirir constituir o caso paradigmático de atuação por conta em torno do qual o edifício normativo do Código Civil se teria erigido⁸⁴¹.

Não parece porém justificada esta dúvida: em suma, nem o elemento literal é a este respeito decisivo, não vedando, antes permitindo, a aplicação daquela norma fora da situação típica do mandato para adquirir⁸⁴²; nem tão pouco uma tal restrição seria compatível com a *ratio* que subjaz a este especial regime de responsabilidade por dívidas. Razão porque, nos termos de seguida detalhados, e em linha com o que vem sendo defendido na doutrina nacional e estrangeira⁸⁴³, se entende que a solução consagrada no art. 1184.º é aplicável, em termos idênticos, também aos casos do mandato para alienar e do mandato para administrar. O mesmo é dizer que os bens de que o mandatário seja titular, no interesse do mandante, com o fim de os vir a alienar ou de os administrar, constituem, tal como os bens adquiridos em resultado de um mandato para adquirir, um património segregado sujeito ao regime especial previsto no 1184.º. Na verdade, o que é determinante para a projeção do efeito de separação patrimonial previsto no art. 1184.º não é uma qualquer intenção específica subjacente ao arranjo comercial em concreto, mas antes e decisivamente a natureza particular da situação proprietária reconhecida ao mandatário e que desse arranjo resulta. Ora, não é apenas no mandato para alienar que se verificam estes pressupostos; também no mandato para alienar e no mandato para administrar se concretizam situações de titularidade formalmente própria mas substancialmente alheia, porque no interesse do mandante. Mal se compreenderia, por isso, que a lei suportasse soluções distintas para casos económica e funcionalmente idênticos⁸⁴⁴.

⁸⁴¹ Ilustra bem, para depois rejeitar, os desdobramentos deste possível entendimento, VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, p. 1107, nota 36.

⁸⁴² Sobre a (insuficiência) da interpretação literal, e a imperatividade da consideração de elementos funcionais e sistemáticos, cf. §4.2 (a respeito, recorde-se, da interpretação do art. 601.º).

⁸⁴³ No direito italiano, e a respeito do âmbito de aplicação do art. 1707 *codice*, entendendo que em ambos os casos se produz também um efeito de separação patrimonial, LUPOI, “Aspetti gestori e dominical, segregazione”, pp. 3394 ss.; e SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 234-235.

⁸⁴⁴ Em suma, é precisamente porque a propriedade ou, em sentido mais genérico, a titularidade reconhecida ao mandatário é uma *titularidade fiduciária* que a lei impõe o regime de separação patrimonial em benefício do mandante (e fiduciante). Neste sentido, VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, pp. 1107-1108, afirmando que também no mandato para alienar e para administrar o mandatário é investido numa posição de *titularidade instrumental e funcionalizada à satisfação do interesse do mandante*, isto é, de titularidade fiduciária.

Dúvidas não se oferecem no caso típico do mandato para aquisição; aí, constitui consequência natural da execução contratual e do cumprimento das obrigações a que o mandatário se encontra adstrito a aquisição⁸⁴⁵, por este a um terceiro, de um determinado bem, para posterior transmissão ao mandante. Entre estes dois momentos (*i.e.*, entre a aquisição do direito e a subsequente transmissão ao mandante), o mandatário é um fiduciário, titular por conta e risco do mandante⁸⁴⁶. Não suscitando discussão a aplicação do art. 1184.º, interessa notar que daqui decorre uma relevante consequência de regime que afasta o direito português do direito germânico. É que, ao ser imposto o efeito de segregação patrimonial numa situação em que o bem do mandato é adquirido a um terceiro — e não, portanto, ao mandante —, fica posta de lado a hipótese de transpor para o direito português a exigência de *imedição*, que condiciona ainda a tutela do fiduciante no direito alemão⁸⁴⁷. Uma tal restrição não tem fundamento no direito português, algo que, com consequências relevantes para o campo de aplicação desta norma, habilita a separação patrimonial em benefício do mandante independentemente da proveniência dos bens adquiridos pelo mandatário.

Ora, idêntico efeito se projetará, quando ponderado o elemento teleológico que subjaz ao art. 1184.º, nos bens adquiridos ao mandante pelo mandatário para posterior alienação a terceiros por conta daquele. Podem aqui ser distinguidas duas situações de titularidade fiduciária, a que caberá, porém, o mesmo regime jurídico. Em primeiro lugar, caem no âmbito de aplicação do art. 1184.º os bens que o mandante transfira para o património do mandatário para que este proceda à subsequente alienação; até que esta produza os seus efeitos, o mandatário é proprietário daquele bem, embora com os *constrangimentos* inerentes à prossecução imperativa do interesse do mandatário. Em segundo lugar, pensa-se nos bens que o mandatário venha a adquirir de terceiro, como contrapartida da alienação executada por conta do mandante — tipicamente dinheiro; também estes, enquanto não *passados* para o mandante, permanecem na titularidade fiduciária do mandatário, mas, sendo adquiridos (instrumental e temporariamente) em

⁸⁴⁵ Aquisição esta feita por conta do mandante, a quem cabe entregar ao mandatário os meios necessários à execução do mandato (cf. art. 1167.º, a), ou reembolsá-lo pelas despesas por este incorridas para o mesmo efeito (cf. art. 1182.º).

⁸⁴⁶ Tratando-se, na classificação proposta por PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 255, de um negócio fiduciário indireto, porquanto não existe, neste caso, um único contrato do qual decorra logo a posição fiduciária, sendo antes da execução do contrato de mandato que resulta a constituição de uma titularidade fiduciária.

⁸⁴⁷ Sobre a exigência de imedição no direito alemão (*Unmittelbarkeitsprinzip*), cf. §3.1.

execução do mandato, estão sujeitos à aplicação do art. 1184.º. Também no mandato para alienar, portanto, permanece imutável o património líquido do mandatário, porquanto todos os ganhos auferidos devem ser sempre passados para o mandante, tal como eventuais perdas devem ser por este suportadas. A razão de ser do art. 1184.º encontra neste caso plena aplicação, pelo que não se vislumbra qualquer razão para rejeitar a sua aplicação ao mandato sem representação para alienar. Incompatível com a teleologia que subjaz a este regime seria a solução inversa, que oferecesse um tratamento diverso a duas situações substancialmente idênticas: asseguraria a imunidade dos bens adquiridos pelo mandatário em execução de um mandato para aquisição, mas rejeitaria depois uma tal tutela aos bens entregues pelo mandante ao mandatário⁸⁴⁸.

O mesmo serve, *mutatis mutandis*, para o mandato para administrar que envolva a transmissão para a esfera do mandatário dos direitos em questão. Tendo o mandatário adquirido, do mandante ou de terceiro, um conjunto de bens destinados a ser por si administrados, ele atuará por conta do mandante, na qualidade de titular fiduciário dos mesmos. Estarão verificados, da mesma maneira, os pressupostos de que depende a aplicação do art. 1184.º⁸⁴⁹. E isto mesmo quando o mandatário disponha, no âmbito da sua atividade de gestão, de autorização para alienar tais bens a terceiros, não se encontrando estritamente obrigado a retransmiti-los para o mandante⁸⁵⁰. Neste caso, ficará abrangido pelo efeito de segregação patrimonial imposto pelo art. 1184.º o produto final da atuação de gestão⁸⁵¹. Da mesma forma, estarão também a salvo do *ataque* pelos credores gerais do mandatário tanto um crédito a este transmitido pelo mandante para cobrança, como o produto dessa atuação gestória⁸⁵². Como se infere, vale aqui o raciocínio exposto a respeito

⁸⁴⁸ Em sentido idêntico, entendendo que, sendo objeto de tutela os bens adquiridos pelo mandatário a um terceiro, por igualdade, senão mesmo por maioria de razão, assim deve ser no que diz respeito aos bens que o mandante tenha transmitido ao mandatário para que este os aliene a um terceiro, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 214-215. VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, p. 1108, sustenta uma argumentação *a fortiori* para concluir pela extensão da imunidade dos bens adquiridos em execução do mandato ao caso dos bens transferidos pelo mandante ao mandatário, sob pena de se concluir que, afinal, o ordenamento jurídico não harmonizaria os interesses em jogo, consentindo que os credores do mandatário penhorassem as quantias pecuniárias que o mandante lhe houvesse entregue; cf., também, PAIS DE VASCONCELOS, “Mandato Bancário”, pp. 154-155.

⁸⁴⁹ Vale aqui, sem necessidade de repetição, a argumentação aduzida a respeito da extensão do regime do art. 1184.º aos bens adquiridos pelo mandatário ao mandante na situação do mandato para alienar.

⁸⁵⁰ Na verdade, no código genético da relação contratual pode não estar uma obrigação de (re)transmissão destes para o mandante, mas apenas uma atividade de valorização dos mesmos, com a consequente assunção da obrigação de transmissão para o mandante dos resultados líquidos da gestão — cf., nestes termos, VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, p. 1109.

⁸⁵¹ Neste sentido, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 218.

⁸⁵² Cf. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 218-219.

da aplicação do art. 1184.^o ao mandato para alienar: quanto ao produto da cobrança, tratando-se de um *bem que o mandatário deve entregar ao mandante*, aquela aplicação, por via direta, não oferece dúvidas; já quanto ao crédito cedido ao mandatário, e enquanto o mesmo se mantiver *incobrado* na sua esfera, vale a teleologia do art. 1184.^o, que reconhece jurisdição à peculiar afetação funcional dos bens do mandato, impondo a sua autonomia patrimonial até que à transmissão para o mandante.

Em síntese, o que interessa reter é que a aplicação do regime previsto no art. 1184.^o não encontra o seu fundamento normativo na finalidade prosseguida através do contrato de mandato. Não releva se a intenção era a aquisição de um bem, a alienação de um bem ou uma atividade de gestão. Da mesma forma, não é a circunstância de haver lugar a uma transmissão prévia do bem nem sequer a proveniência de uma tal transmissão que constitui critério normativo para o reconhecimento de *imunidade* a certos bens do mandatário. Releva, sim, a especial natureza da titularidade reconhecida ao mandatário, que é instrumental, porque vinculada à prossecução de um interesse alheio⁸⁵³, e desprovida de qualquer afetação patrimonial (positiva ou negativa)⁸⁵⁴. Em suma, o que motiva a aplicação do art. 1184.^o é o surgimento de uma situação de titularidade fiduciária⁸⁵⁵.

⁸⁵³ Em termos análogos, sobre o âmbito de aplicação do art. 1707 *codice*, MORELLO, “Fiducia”, p. 268.

⁸⁵⁴ Por conta de quem corre, igualmente, o risco de perda ou deterioração dos bens do mandato.

⁸⁵⁵ Questão discutível é a de saber se é possível ir mais longe e aceitar a aplicação do regime especial previsto no art. 1184.^o a bens que não tenham sequer sido adquiridos pelo mandatário, mas que se encontravam já na sua esfera e tenham simplesmente sido objeto de afetação exclusiva à execução do mandato. Pense-se no caso de um mandato para administração de uma carteira de valores mobiliários; pode dar-se o caso, não pouco frequente, de o banco — e mandatário — ser já titular, em carteira própria, dos valores mobiliários pretendidos, caso em que simplesmente procederia a uma alocação — material, não formal — desses mesmos valores mobiliários ao mandante. A questão que se coloca é a de saber se pode também neste caso dar-se o fenómeno de segregação patrimonial imposto pelo art. 1184.^o, mesmo quando os bens em questão *não foram adquiridos em execução do mandato* e, além disso, não é certo que *devam ser transmitidos ao mandante*, podendo ser apenas estipulada uma obrigação de entrega do produto da alienação dos bens no final do período de gestão sem representação (*fidúcia estática*). A relevância desta questão, não apenas teórica mas de significativo alcance prático, justifica que a ela seja dedicada uma atenção particular mais adiante. Interessa ainda assim deixar aqui expostas as razões de fundo que conduzem à resposta afirmativa que aqui se propugna. Tal como sucedeu com a *extensão* do regime do art. 1184.^o a todas as modalidades de mandato — ou, dito de forma mais rigorosa, o reconhecimento da aplicação do art. 1184.^o a todas as situações de titularidade fiduciária, independentemente da modalidade de mandato sem representação que tenha estado na sua origem —, essas razões centram-se nos objetivos normativos daquela disposição e, portanto, na verificação dos pressupostos que lhe estão na base. O que releva para assegurar a imunidade de certos bens que se encontram no património do mandatário é a sua destinação a um determinado escopo, que se materializa no interesse patrimonial do mandante definido no instrumento de mandato, e a consequente alocação do respetivo risco de perecimento ou deterioração não ao seu titular, mas a um terceiro: o mandante. Sendo este e não outro o fundamento normativo daquela disposição, e não relevando em particular, como critério de aplicação, a proveniência dos bens do mandato, não se vislumbra qualquer razão para, seguindo o percurso metodológico atrás proposto, impedir a extensão analógica do regime do art. 1184.^o à hipótese aqui em análise. Tal implicará uma interpretação cuidada do arranjo contratual entre mandatário e mandante, a fim de assegurar que se está

III. Por seu turno, não constitui também obstáculo à aplicação deste regime, e ao efeito de separação patrimonial dele resultante, a eventual variabilidade dos bens do mandato, designadamente quando estejam em causa bens fungíveis, como dinheiro ou valores mobiliários. Este tema será objeto de análise mais detalhada adiante, altura em que se procurará oferecer uma resposta cabal aos problemas suscitados pela articulação do regime de responsabilidade por dívidas do mandato sem representação, de um lado, e a circunstância de o mandatário/fiduciário se encontrar vinculado a uma obrigação genérica de prestação de coisas fungíveis não ainda individualizadas⁸⁵⁶. De qualquer modo, interessa por agora deixar dito que, de forma coerente com a definição do mandato como o contrato ao abrigo do qual uma parte se obriga perante a outra à prática de um ou mais atos jurídicos, o regime do art. 1184.º parece pensado para o caso típico em que a execução do mandato envolve a aquisição de um ou mais bens em resultado de um ato jurídico — por regra, uma *res certa*. Em consequência, o vínculo de destinação projeta-se sobre uma quantidade fixa e na maioria das vezes pré-determinada de bens. Nada impede, contudo, que a execução do contrato de mandato implique o exercício de uma *atividade*, no sentido de uma teia ou feixe de atos jurídicos sucessivos, cuja prática perdura no tempo, variando, de acordo com o programa contratual estabelecido, a quantidade e o tipo dos bens do mandato. Ora, nenhuma razão existe para, neste casos, em que o conflito de interesses com os credores do mandatário se coloca nos mesmos termos, simplesmente rejeitar ao mandante a tutela especial que lhe é conferida pelo art. 1184.º⁸⁵⁷. Essa tutela, não sendo vedada pelo alcance literal daquela disposição legal, é imposta quando se dá devida consideração aos respetivos objetivos normativos e se constata que eles encontram pleno reflexo também nesta hipótese⁸⁵⁸.

com certeza em face de uma situação de dissociação entre titularidade e interesse, e de salvaguardar eventuais situações de fraude a credores, seja do mandatário, seja do mandante.

⁸⁵⁶ Cf. §6.2 e, especificamente a respeito de valores mobiliários, cf. §11.2.

⁸⁵⁷ Sobre a admissibilidade do mandato tendo como objeto o desenvolvimento de uma atividade, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 232 e pp. 340 ss.

⁸⁵⁸ Esta conclusão, aqui enunciada em termos simples, será retomada e desenvolvida mais adiante, depois de comprovada a aptidão geral do art. 1184.º para assegurar a tutela do fiduciante na generalidade das situações de titularidade fiduciária (cf. §6). Pode, ainda assim, adiantar-se que, nestes casos de contrato de mandato de execução continuada e em que seja variável a quantidade (e qualidade) dos bens do mandato, o efeito de separação patrimonial resultante do art. 1184.º dependerá da documentação adicional, que, acompanhando a execução do mandato, permita a cada momento a contabilização dos bens do mandato. Como se adivinha, impõe-se uma interpretação cuidada do requisito temporal imposto pelo art. 1184.º, que nesta hipótese de mandato de execução variável não pode ter como referência única o momento em que foi celebrado

Em paralelo, identificada a finalidade normativa que subjaz ao art. 1184.^o, não deve oferecer dúvidas a aplicação do regime nele previsto quando se dê, na esfera patrimonial do mandatário, uma substituição dos bens inicialmente adquiridos por outros, incluindo dinheiro; está aqui em causa o tema da chamada *subrogação real*⁸⁵⁹. Mais uma vez a isso não obsta, pelo contrário, o elemento literal, sendo em particular relevante o não acolhimento (nem explícito nem mesmo implícito), entre nós, de uma exigência de efeito paralelo ao do *princípio da imediação* relevante no ordenamento jurídico alemão. Irreleva para a produção do efeito de separação a proveniência dos bens do mandato; em lugar algum se exige, nem tal seria de resto compatível com a razão de ser deste regime, que apenas os bens adquiridos de início pelo mandatário, e em particular aqueles adquiridos ao mandante, beneficiem deste efeito de separação patrimonial em favor do mandante e consequente prejuízo dos credores do mandatário. Releva como pressuposto da separação, como se já repetiu por diversas vezes, a afetação funcional ao interesse não do titular mas de um terceiro (o mandante). Ora, estes pressupostos têm aplicação idêntica a bens que, em resultado de uma qualquer vicissitude, venham a integrar sucessivamente o património do mandatário, mesmo tendo presente que a posição do mandante configura um direito de crédito⁸⁶⁰. Em particular (mas não exclusivamente) no mandato para administração, o acervo patrimonial de que o mandatário é titular fiduciário encontra-se funcionalizado à prossecução do mandante, podendo nesse âmbito, e com esse objetivo, caracterizar-se pela mutabilidade dos seus elementos⁸⁶¹. Razão porque, tendo o bem do mandato original sido alienado pelo mandatário, e encontrando-se na esfera deste apenas o produto da sua alienação, não cessa, à luz do disposto no art. 1184.^o, o direito reconhecido ao mandante de

o mandato, relevando o subsequente (e contínuo) processo de documentação dessa execução. Também este tema será adiante tratado de forma mais detalhada. Na falta desse processo de documentação, não será possível reconstituir o acervo patrimonial que, embora na esfera do mandatário, se encontra afeto à prossecução de um interesse do mandante; nessa hipótese, o efeito de separação patrimonial não poderá já ter lugar.

⁸⁵⁹ *I.e.*, a substituição do objeto de uma mesma relação jurídica — cf., por todos, SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, p. 98. B. RUDDEN, “Things as Things”, p. 91 designa o efeito de substituição de bens que hajam sido alienados pelo mandatário/fiduciário em cumprimento do programa estipulado de “*peaceful function of real subrogation*”, e o efeito de substituição de bens que hajam, ao invés sido alienados ilicitamente pelo mandatário/fiduciário de “*hostile function of real subrogation*”.

⁸⁶⁰ Afirmam esta ideia, como decorrência natural do efeito de separação patrimonial, na literatura jurídica alemã, por exemplo, ASSFALG, *Behandlung*, p. 180; CANARIS, “Verdinglichung”, p. 413; COING, *Treuhand*, p. 94, e “Rechtsformen”, p. 116; e KÖTZ, *Trust und Treuhand*, pp. 136 ss.

⁸⁶¹ DE WALL, “A European Law of Trusts?”, p. 177 e “The Core Elements of the Trust”, pp. 564 ss., adotando uma perspectiva juscomparativa e apontando como exemplo o caso dos *mixed legal systems*, assinala como um pressuposto errado a ideia de que o funcionamento da subrogação real depende sempre da imputação ao beneficiário da titularidade de uma posição jurídica real.

separação na insolvência do mandatário, ou de oposição à penhora pelos seus credores gerais⁸⁶².

IV. O que acaba de ser dito, a respeito da extensão do campo de aplicação do art. 1184.^o, é bem revelador do espaço que, afinal, o ordenamento jurídico acaba por reconhecer à autonomia privada para a concretização de negócios jurídicos geradores de um efeito de separação patrimonial e que, nessa medida, têm um impacto direto na delimitação da esfera de garantia patrimonial dos sujeitos envolvidos⁸⁶³. Veremos adiante como a maioria dos institutos jurídicos de natureza contratual que assentam na constituição de patrimónios autónomos surgem em contextos específicos, quase sempre para a prossecução de fins legalmente pré-definidos e delimitados e, nessa medida, quase sempre para a prossecução de interesses que encontram na lei a sua prévia identificação, revestindo, por todas essas razões, características formais e estruturais também elas específicas e particulares. Não assim, bem antes pelo contrário, no mandato sem representação. Aqui não surgem pré-determinados, nem limitados os fins que o contrato de mandato pode prosseguir, nem sequer os interesses que lhe podem estar subjacentes, assumindo a lei, neste domínio, uma absoluta neutralidade. É bem patente, portanto, a textura aberta e maleável da disciplina legal, que se limita a criar um modelo contratual apto a assegurar o exercício de uma atividade de gestão em nome e no interesse de terceiro, a que é depois atribuído um particular regime jurídico, designadamente de responsabilidade por dívidas.

Neste contexto, a lei limita-se a identificar uma situação de potencial conflito de interesses decorrente do exercício daquela atividade de gestão e, em particular, decorrente da peculiar *situação proprietária* em que acaba investido o mandatário-gestor: aquela que opõe os interesses patrimoniais do mandante, de um lado, e dos credores gerais do mandatário, por outro, acabando por, reunidos que estejam determinados pressupostos, dar

⁸⁶² Não se pronunciando diretamente sobre a questão, mas admitindo a aplicação do art. 1184.^o, nos casos de mandato para administração, ao resultado final dessa gestão, que constituirá *o sub-rogado no património do mandatário dos bens alienados para o obter*, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 218. Como atrás se referiu, também no ordenamento italiano se sustenta que a tutela reconhecida ao mandante não se limita aos bens originalmente adquiridos pelo mandatário, podendo abranger outros direitos adquiridos sucessivamente e que venham substituir aqueles bens originais; assim, por exemplo, JAEGER, *La separazione*, p. 386; GRAZIADEI, “Trusts”, pp. 282-283; D’ALESSANDRO, “Dissesto di intermediário”, p. 465, e PORTALE/BOLMETTA, “Deposito regolare”, p. 842.

⁸⁶³ No direito italiano, NERI, *Il trust*, pp. 117-119, conclui que a possibilidade de criar um efeito de segregação patrimonial nos casos de atuação no interesse de um terceiro não seria verdadeiramente excecional, mas sim genericamente admissível porque habilitada pelo art. 1707 *codice*.

prevalência aos primeiros. Em consequência, é à autonomia privada que compete preencher esse espaço normativo, identificando o interesse a que a relação de gestão se encontra vinculada, determinado o modo de atuação do mandatário na prossecução desse interesse e delimitando o acervo patrimonial que se encontra finalisticamente alocado. Adiante será retomada a análise desta questão essencial⁸⁶⁴. Ainda assim, o que acaba de ser dito não deixa de ser revelador de um significativo espaço deixado à autonomia privada para influenciar a esfera de garantia patrimonial de um sujeito, afinal bem mais significativo do que tradicionalmente aceite.

V. Ainda antes de avançar, todavia, e também em jeito de conclusão intercalar, não podem deixar de ser enunciadas algumas considerações motivadas pelo impacto do que vem sendo dito na posição jurídica em que se encontra investido o mandatário. É por esta altura claro que a sujeição dos bens do mandato a um regime patrimonial distinto — sem que porém saiam da esfera de titularidade do mandatário —, a que acresce a limitação de atribuições tipicamente reconhecidas ao titular de um direito tendencialmente pleno e exclusivo se projetam com estrondo na natureza e conteúdo do direito de propriedade do mandatário, que assim reveste um estatuto especial, moldado segundo exigências de tutela do mandante e da especial conformação de interesses que está na sua origem⁸⁶⁵. Este direito de propriedade é afinal esvaziado de prerrogativas tidas como intangíveis, afastando-se, dessa maneira, de uma concretização absoluta do princípio *plena in re potestas* acolhido no art. 1305.⁸⁶⁶ Em causa está uma propriedade por natureza temporária, instrumental e limitada — quer de um ponto de vista funcional, quer de um prisma estrutural —, pelas obrigações e deveres resultantes da lei e do mandato, às quais corresponde uma tutela intensa⁸⁶⁷.

⁸⁶⁴ Cf. §§5.6 e 6.^o.

⁸⁶⁵ Como nota MICHELE GRAZIADEI, “Mandato”, p. 166.

⁸⁶⁶ VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, p. 1134. Neste sentido, escrevendo a respeito do regime do mandato sem representação italiano, LUMINOSO, “Mandato, commissione, spedizione”, p. 327.

⁸⁶⁷ Uma *proprietà smembrata*, nas palavras de SACCO, *Il possesso*, pp. 101 ss., ou *proprietà inerte*, nas de SATURNO, *La proprietà nell'interesse altrui*, p. 19; em sentido próximo, CALVO, *La proprietà del mandatario*, p. 203.

Mas é, ainda assim, *propriedade*⁸⁶⁸. Não sai *desqualificada* a posição do mandatário, enquadrada num qualquer outro direito real menor; nem se reconhece ao mandante, em consequência do acolhimento da *dupla transferência*, a posição de proprietário ou, sequer, de titular de uma posição jurídica real (menor). O que se faz é moldar, dentro da elasticidade típica do direito de propriedade, aquela posição jurídica do mandatário à circunstância de este se encontrar vinculado a promover os interesses do mandante. O mesmo é dizer, moldar o conteúdo do *direito subjetivo* à circunstância de o seu titular não ser, simultaneamente, titular do *interesse* prosseguido. Só dessa forma, restringindo a esfera jurídica do mandatário e, reflexamente, reconhecendo relevância jurídica externa à posição substantiva do mandante, a lei entende que se encontram compostos os interesses em jogo e, bem assim, reunidas as condições para que seja prosseguida a *causa* subjacente a um quadro contratual marcado pela dissociação entre titularidade e interesse⁸⁶⁹. Daí que, pelo menos por agora, se possa com segurança afirmar que o regime do mandato sem representação encerra o embrião de uma *propriedade no interesse de outrem* ou, em termos mais abrangentes, da titularidade em nome próprio mas no interesse de outrem⁸⁷⁰. Além disso, esta especial conformação do conteúdo da propriedade do mandato é reveladora do reconhecimento ao negócio jurídico e à sua plasticidade de um grau maior de interferência na oponibilidade a terceiros de uma determinada situação jurídica real.

O que por fim resulta também claro da análise realizada é que se impõe uma rejeição de uma oposição rígida entre tutela real e tutela obrigacional, fundada numa suposta

⁸⁶⁸ Nas palavras de GRETTON, "Trusts", p. 482, escrevendo sobre o fenómeno fiduciário no direito escocês e sobre a posição que é aí reconhecida ao *trustee*, "*Just as the trustee's ownership is an odd sort of ownership, but ownership nonetheless, so the beneficiary's personal right is an odd sort of ownership, but ownership nonetheless*". No nosso direito, aquele funcionamento da tese da dupla transferência implica o reconhecimento na esfera do mandatário de um direito de propriedade que só pode ser reconduzido ao tipo legal previsto no artigo 1305.º, mas que, ainda assim, se encontra limitado no que se refere ao *ius disponendi* e ao *ius fruendi* (em termos semelhantes, CALVO, "La tutela dei beneficiari nel «trust» interno", p. 57). Como exemplo, a obrigação de transmissão de frutos, para além do decisivo dever de retransmissão dos bens adquiridos em execução do mandato, situações passivas estas que, porém e demonstrando bem a elasticidade do direito de propriedade mesmo fora do contexto dos direitos reais de gozo ditos menores, não transformam em atípico o direito de propriedade do fiduciário.

⁸⁶⁹ Sem que, porém, se possa deixar de falar numa propriedade *desmembrada, dissociada, limitada* ou mesmo *virtual*, em virtude do reconhecimento a mais do que um sujeito de atributos normalmente reconhecidos ao proprietário (cf. M. GRAZIADEI, "Mandato", p. 172).

⁸⁷⁰ Cf. P. MANES, *Fundazione fiduciaria e patrimoni allo scopo*, pp. 122-127, que reconhece um *statuto autonomo della proprietà mandataria*. Também, VAZ TOMÉ, "Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*", p. 1131, para quem este estatuto especial da posição do mandatário mais não faz do que refletir no conteúdo do direito de propriedade outros princípios fundamentais do ordenamento jurídico em matéria de direitos patrimoniais (p. 1134).

oponibilidade *erga omnes* da primeira por contraposição à eficácia interna da segunda⁸⁷¹. Tendencialmente válida como esquema geral, aquela oposição é abalada e sofre oscilações determinantes, em especial nestas situações em que o contrato dá origem a uma situação de titularidade para a prossecução de um interesse alheio. Isso mesmo se manifesta não apenas na projeção externa da relação do mandato imposta pelo art. 1184.^o, mas igualmente na possibilidade de recurso a outros meios de tutela reforçada da posição do mandante, designadamente destinadas a assegurar o cumprimento da especial obrigação a que está vinculado o mandatário. Donde parece resultar que a análise aprofundada dos efeitos reconhecidos pela lei à autonomia privada e ao consenso que subjaz ao negócio jurídico impõe afinal uma revisão e relativização do entendimento tradicional que relaciona a oponibilidade de um determinado direito à sua natureza jurídica ou aos efeitos do respetivo ato constitutivo⁸⁷². A eficácia externa dos vínculos emergentes de mandato sem representação parece ser determinada por juízos que em muito ultrapassam a consideração *estática* da natureza jurídica das posições subjetivas em que se encontram investidos os sujeitos com interesses conflitantes.

Assim sendo, mesmo antes de encetado o anunciado esforço de reconstrução dogmática, o regime que atrás se descreveu é por si só suficiente para colocar em crise um conjunto de postulados afirmados no quadro da dogmática da responsabilidade patrimonial e dos fenómenos de segregação patrimonial. Afinal, o ordenamento jurídico conhece e regula um tipo contratual, a que é aliás reconhecida uma assinalável vocação expansiva, que assenta, como é típico dos modos de atuação fiduciária, na impressão (contratual) de um vínculo de afetação funcional sobre um determinado acervo de direitos, a que a lei associa, verificados que estejam certos pressupostos, um efeito de separação patrimonial. Aquela vocação expansiva do mandato (sem representação), que não resulta sequer principalmente da remissão legal respeitante aos contratos de prestação de serviços⁸⁷³, mas acima de tudo da *maleabilidade* que é intrínseca a este tipo e, portanto, da sua aptidão para a prossecução de múltiplas finalidades, não pode, por ser turno, deixar de tornar ainda mais significativos — e promissores — os resultados destilados nas páginas anteriores. Lançando pistas sobre a tese que adiante pretendo comprovar, mais do que um regime limitado ao contrato de mandato, o que na verdade parece resultar do art. 1184.^o (e de algumas outras normas

⁸⁷¹ Dando disso como exemplo a situação do mandante, COSTANZA, “Numerus clausus”, pp. 437 ss.

⁸⁷² MANES, *Fundazione fiduciaria e patrimoni allo scopo*, p. 139.

⁸⁷³ Cf. o já citado art. 1156.^o.

conexas) é antes um postulado apto a valer genericamente, determinando — com as condições e nos limites por si impostos — a produção de um efeito de separação patrimonial nas situações de titularidade em nome próprio mas no interesse e por conta de terceiro⁸⁷⁴.

A sustentação de uma tal ideia poderá porém beneficiar, para além da consideração do assinalado carácter *modelar* do mandato sem representação, da identificação de outros institutos que, mesmo de aplicação mais restrita e portanto com vocação parcelar, assentem igualmente na associação consistente entre um vínculo de destinação e o reconhecimento de um efeito de separação patrimonial. E o que as páginas seguintes pretendem demonstrar é que a ponderação (e solução normativa) que o art. 1184.º encerra está longe de poder ser considerada extravagante no direito privado português. Adotada a anunciada perspetiva sistemática, aquela associação entre afetação funcional (em particular, nas situações de dissociação entre titularidade e benefício económico) e separação patrimonial, surge como um dado normativo reconhecido de forma consistente noutros quadrantes do direito civil e comercial, quase sempre para fins produtivos e de investimento — e não, portanto, exclusivamente de conservação ou liquidação — e tendo muitas vezes na sua base o exercício (mais ou menos condicionado) da autonomia privada. Certo que em mais lugar nenhum se repete a textura aberta que o regime do mandato sem representação apresenta; com maior ou menor latitude conferida à autonomia privada, as outras manifestações de relevância normativa de vínculos de destinação surgem em contextos e para a prossecução de interesses específicos, previamente identificados e delimitados pela lei. Todavia, tal não invalida que, adotando uma perspetiva metodológica comum à que, noutros direitos, sustenta importantes construções dogmáticas em torno do negócio fiduciário, a partir dessas outras manifestações se destile uma tendência normativa radicada no art. 1184.º e que consolide este preceito como critério com valência geral nas situações de titularidade em nome próprio mas por conta e no interesse de terceiro.

⁸⁷⁴ Sem querer adiantar conclusões que mais à frente serão fundamentadas, interessa de qualquer modo deixar mais claro que, com o que se sugere em texto, não se está a advogar que o reconhecimento de um efeito de separação patrimonial prescinde afinal de habilitação legal. De outro modo dito, não se está a sugerir, como fizeram autores noutros direitos, a *morte* do princípio da responsabilidade patrimonial, que estaria afinal totalmente vulnerável ao exercício da autonomia privada (cf. §5.6). Simplesmente se sugere o reconhecimento no art. 1184.º de uma norma habilitadora de um efeito de separação patrimonial aplicável às situações de titularidade fiduciária, cuja produção estará em qualquer caso dependente do estrito respeito pela teleologia que subjaz àquele preceito legal, para além do cumprimento dos requisitos por ele expressamente impostos.

Afigura-se por isso necessário um percurso, de resto já atrás anunciado, por algumas dessas outras manifestações. Não se ignoram os perigos de uma tal empreitada, que nos levará necessariamente para diferentes áreas do direito privado, cada uma com uma dogmática própria, que a economia destas páginas e o objeto deste estudo não permitem, em caso algum, apreender de forma cabal. São porém riscos que, feitas as necessárias advertências, é imperioso assumir. Desde logo, não pretendo oferecer um panorama exaustivo dos fenómenos de segregação patrimonial acolhidos no direito português, nem construir uma dogmática geral dos patrimónios autónomos. O propósito é antes o de centrar a atenção naqueles institutos em que são discerníveis traços característicos dos modos de atuação fiduciária, interessando por isso — ainda que não em exclusivo — situações jurídicas de atuação em nome próprio mas no interesse e por conta de terceiro, marcadas pela dissociação entre titularidade jurídica e interesse. Por outro lado, não pretendo também tratar de forma abrangente e exaustiva essas figuras em que, na delimitação da esfera de garantia patrimonial, é patente a relevância jurídica de um vínculo de afetação funcional. Por razões que dispensam sequer justificação, a análise que se segue é parcelar, focada exclusivamente nos aspetos relacionados com a produção daquele efeito de segregação patrimonial, sendo apenas oferecido um enquadramento geral e necessariamente superficial de outras matérias, na medida em que tal se afigure indispensável para os objetivos propostos⁸⁷⁵. Feitas estas advertências, avancemos pelo percurso anunciado.

5.2 Vínculo de destinação e separação patrimonial no direito das sucessões: a substituição fideicomissária

I. O instituto da substituição fideicomissária (ou fideicomisso)⁸⁷⁶, cujas origens remontam ao direito romano⁸⁷⁷, é usualmente apontado como paradigma de uma relação

⁸⁷⁵ De resto, as figuras em questão não são sequer desconhecidas na literatura jurídica portuguesa, sendo algumas delas objeto de tratamento aprofundado. O que porém falta em relação a elas é esta perspetiva sistemática, focada na associação íntima entre uma *titularidade marcada pelo seu destino* e a produção de um efeito de segregação patrimonial, e o impacto que daí necessariamente resulta na dogmática geral da responsabilidade patrimonial do devedor.

⁸⁷⁶ Cf. arts. 2286.º ss., mas também art. 962.º, quando estipulada em doação, e arts. 1700.º e 1707.º, quando estipulada em convenção antenupcial. Não assumo a pretensão de tratar de modo exaustivo os problemas jurídicos suscitadas pela substituição fideicomissária, no quadro da dogmática particular do direito das sucessões; para isso, veja-se, na literatura portuguesa, CARVALHO FERNANDES, *Lições de Direito das Sucessões*,

fiduciária tipificada na lei⁸⁷⁸. Situada no domínio da designação testamentária, a substituição fideicomissária assenta na imposição pelo testador ao herdeiro instituído — dito *fiduciário* — do encargo de conservar os bens que integram a herança, para que estes revertam, por morte do fiduciário, para outrem — dito *fideicomissário* ou *beneficiário da substituição*⁸⁷⁹. Na literatura, é inequívoco — na senda do que já era sustentado na doutrina pregressa⁸⁸⁰ — o reconhecimento da *natureza proprietária* da situação jurídica em que fica investido o fiduciário⁸⁸¹, cabendo-lhe o gozo e a administração dos bens⁸⁸². O fiduciário recebe verdadeiramente os bens na sua esfera, sendo sucessor em harmonia com a vontade do *de cuius*⁸⁸³, enquanto ao fideicomissário cabe, até à morte do fiduciário, uma *mera expectativa*

pp. 242 ss.; EDUARDO DOS SANTOS, *Direito das Sucessões*, pp. 202 ss.; I. GALVÃO TELLES, *Sucessão Testamentária*, pp. 97 ss.; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil — Sucessões*, p. 223; PAMPLONA CORTE-REAL, *Direito da Família e das Sucessões*, pp. 260 ss. Além destas obras, é incontornável a análise profunda da figura, feita a partir do regime vigente ao tempo do Código de Seabra, por F. AGUIAR-BRANCO, *Dos Fideicomissos*, p. 25 ss.

⁸⁷⁷ Para além das indicações bibliográficas feitas no §1.1, veja-se a respeito da génese, evolução e características fundamentais da figura do fideicomisso no direito romano: J. GOMES DA SILVA, *Herança e sucessão por morte*, pp. 25 ss.; EDUARDO DOS SANTOS, *Direito das Sucessões*, pp. 214 ss.; CARLOS OLAVO, *Substituição fideicomissária*, pp. 399 ss. Na literatura italiana, cf. P. VOCI, “Fedecomesso (dir. rom.)”, pp. 109 ss.

⁸⁷⁸ MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 271, identifica o fideicomisso como uma “*situação clássica do reconhecimento da fidúcia com eficácia real*”. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 63, nota 131, apesar de reconhecer a titularidade fiduciária resultante da substituição fideicomissária, não integra esta figura no conceito de negócio fiduciário por si formulado, uma vez que *as limitações impostas ao fiduciário (...) excluem de todo o risco fiduciário*. Na literatura alemã, COING, *Treuhand*, pp. 19 ss., afirma também a natureza fiduciária do instituto.

⁸⁷⁹ Subjacente ao instituto está o propósito de assegurar que a *finalidade económica* de certos bens beneficia um sujeito, durante a vida deste, mas reverte definitivamente — e conservados os bens — para um terceiro, após a morte daquele (cf. OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil — Sucessões*, p. 223). Nos casos admitidos de substituição fideicomissária plural, podem ser vários os fiduciários, bem como os fideicomissários — cf. art. 2287.º. Por seu turno, já não é permitida a estipulação de uma substituição fideicomissária em mais do que um grau — cf. art. 2288.º —, ou seja, fora dos limites de uma geração (cf. GALVÃO TELLES, *Sucessão Testamentária*, p. 87). Sobre o alcance desta limitação, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil — Sucessões*, pp. 225-226.

⁸⁸⁰ Cf. F. AGUIAR-BRANCO, *Dos Fideicomissos*, p. 105 ss., concluía já que o fiduciário é um proprietário, apesar de um proprietário gravado com o encargo de conservar e transmitir por morte (p. 107).

⁸⁸¹ É ele o *verdadeiro titular dos bens* — cf. OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil — Sucessões*, p. 229, autor que convoca como indício definitivo o teor do art. 2293.º/2 que, na hipótese de o fideicomissário não poder ou não querer aceitar a herança, determina que *a titularidade dos bens hereditários [se] considera (...) adquirida definitivamente pelo fiduciário desde a morte do testador*. A determinação legal segundo a qual são extensivas ao fiduciário, no que não for incompatível com a natureza do fideicomisso, as disposições relativas ao usufruto, não pressupõe o reconhecimento de uma posição jurídica menor — a de mero usufrutuário —, cabendo-lhe, efetivamente, a titularidade plena e exclusiva (ainda que onerada nos termos legais) dos direitos patrimoniais em questão; na jurisprudência, isso mesmo é reconhecido, por exemplo, no Ac. da RC, de 23/03/1993 (CARDOSO ALBUQUERQUE).

⁸⁸² Cf. art. 2290.º/1; na literatura, veja-se CARVALHO FERNANDES, *Lições de Direito das Sucessões*, p. 239.

⁸⁸³ Assim, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil — Sucessões*, p. 229. Daí que se escreva que o fideicomisso gera duas vocações especiais, ou anómalas: a vocação originária, que cabe ao fiduciário, e a vocação subsequente, do fideicomissário, concretizável apenas à data da morte do primeiro — nestes termos, PAMPLONA CORTE-REAL, *Direito da Família e das Sucessões*, II, pp. 258-259.

*sucessória*⁸⁸⁴. Todavia, a natureza *instrumental* e *temporária* (ou *provisória*)⁸⁸⁵ da propriedade do fiduciário — porque se encontra funcionalizada à prossecução ou, pelo menos, à proteção de um interesse alheio, o do fideicomissário⁸⁸⁶ — justifica significativas limitações desta posição jurídica⁸⁸⁷, designadamente no que respeita aos poderes de disposição, cujo exercício se encontra sujeito a aprovação judicial⁸⁸⁸. São aliás essas limitações que conformam o encargo de conservação dos bens e a subsequente reversão destes para o fideicomissário⁸⁸⁹.

Neste quadro, a disposição central para o tema que nos ocupa é o art. 2292.º, nos termos do qual se determina o isolamento dos bens do fideicomisso da potencial agressão pelos credores gerais do fiduciário. Dispõe este preceito que *os credores pessoais do fiduciário não têm o direito de se pagar pelos bens sujeitos ao fideicomisso, mas tão somente pelos seus frutos*. Reconhecendo a natureza peculiar da *situação proprietária* do fiduciário, que vem intensamente *onerada* em atenção a um interesse de terceiro⁸⁹⁰, a lei consagra um verdadeiro vínculo de indisponibilidade sobre estes bens, cujo efeito é o de criar, na esfera do fiduciário, um acervo patrimonial autónomo, impassível de responder pelas dívidas do

⁸⁸⁴ Cf. OLIVEIRA ASCENSÃO, *A tipicidade dos direitos reais*, p. 144.

⁸⁸⁵ É apontado na literatura que o fideicomisso constitui um caso válido de propriedade temporária — cf. CARVALHO FERNANDES, *Lições de Direito das Sucessões*, p. 250; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil — Sucessões*, pp. 228-229; nas palavras de PAMPLONA CORTE-REAL, *Direito da Família e das Sucessões*, II, p. 260, “a lei reconhece uma propriedade sujeita a termo incerto”.

⁸⁸⁶ Não se exige, ao contrário do que sucede no mandato, um ato de vontade destinado à transmissão do fiduciário para o beneficiário da substituição, sendo a reversão automática — cf. OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil — Sucessões*, p. 224. Isso mesmo é tornado ainda mais evidente quando se atenta que, ao contrário do que sucedia no Código Civil de Seabra, a lei deixou de prever um dever de transmissão dos bens para a esfera do fideicomissário, referindo-se simplesmente a uma reversão com a morte do fiduciário.

⁸⁸⁷ Daí que se escreva, na literatura, que a situação jurídica do fiduciário surge *onerada* — cf. PAMPLONA CORTE-REAL, *Direito da Família e das Sucessões*, p. 260.

⁸⁸⁸ Cf. 2290.º, que, em termos genéricos, limita a concessão desta autorização aos casos de *evidente necessidade ou utilidade para os bens da substituição* (cf. n.º 1) ou de *evidente necessidade ou utilidade para o fiduciário*, desde que não resultem afetados os interesses do fideicomissário (cf. n.º 2).

⁸⁸⁹ Assim, CARVALHO FERNANDES, *Lições de Direito das Sucessões*, p. 249. Para uma discussão do sentido e fundamentos destas limitações ao poder de disposição do fiduciário, e do que separa a substituição fideicomissária do chamado fideicomisso irregular (cf. art. 2295.º), veja-se o Ac. da RC, de 18/05/2010 (JORGE ARCANJO) e, referindo-se porém ao regime vigente no Código de Seabra, o Ac. do STJ, de 23/10/2003 (ABÍLIO DE VASCONCELOS). Concluindo que qualquer transmissão dos bens fideicomitidos levada a cabo pelo fiduciário é ineficaz ou inexistente em relação ao fideicomissário (insuscetível de produzir efeitos sobre o seu património), veja-se o Ac. da RC, de 09/07/2002 (JAIME FERREIRA).

⁸⁹⁰ PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, VI, p. 460. Na doutrina alemã, COING, *Treuhand*, p. 22, referindo-se ao instituto — análogo ao fideicomisso — da *Vorerbeschäft*. Mais recentemente, LÖHNIG, *Treuhand*, p. 153, identifica a essência deste instituto precisamente na dissociação entre a titularidade de um direito e a titularidade do interesse prosseguido mediante o exercício desse direito, característica típica dos modos de atuação fiduciários.

seu titular⁸⁹¹. Por outras palavras, os bens fideicomitidos — mas não os seus frutos — constituem um verdadeiro património separado na esfera do fiduciário, e que tem na sua génese o exercício da autonomia privada da parte do testador.

Atendendo à particular configuração da titularidade em que fica investido o fiduciário, uma verdadeira titularidade fiduciária⁸⁹², é perceptível nesta opção normativa um traço de coerência interna do sistema, assente na coordenada central plasmada no art. 1184.⁹⁸⁹³. Com efeito, não sendo estabelecida a *irresponsabilidade* dos bens sujeitos ao fideicomisso, resultaria desvirtuado o vínculo de afetação que grava aquele património; o fiduciário deixaria de poder cumprir o ónus de conservação dos bens, do mesmo modo em

⁸⁹¹ Reconhecendo a autonomia patrimonial em sentido técnico dos bens objeto do fideicomisso, na literatura italiana, por exemplo, BARBERO, *Sistema istituzionale del diritto privato italiano*, II, p. 909; BARBIERA, “Responsabilità patrimoniale”, p. 65. Na literatura alemã, COING, *Treuhand*, p. 21, qualifica como um *Sondervermögen* a herança recebida pelo *Vorerbe*, até que esta reverta definitivamente para o *Nacherbe*; no mesmo sentido, LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 756 ss.

⁸⁹² Sublinha a natureza fiduciária do fideicomisso, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 63, nota 231, conclui não dever esta figura ser reconduzida à categoria dogmática do negócio fiduciário. Não discordando da conclusão a que chega o autor, a ela chego valorizando outro percurso, secundarizado por aquele autor. É inequívoco que a situação jurídica resultante da substituição fideicomissária apresenta proximidade com a noção de negócio fiduciário que foi formulada, assente na dissociação entre titularidade e interesse — cf., uma vez mais, §2.º. De forma coerente com o que então foi escrito, não creio porém que aquilo que verdadeiramente afasta o fideicomisso da noção de negócio fiduciário seja a consideração do risco fiduciário; tal como ficou dito, o problema da oponibilidade a terceiros da conformação de interesses resultante do negócio fiduciário não deve ser simplesmente assumido, mas antes testado em face do direito positivo; daí que não deva ser elevado à posição de traço central do fenómeno fiduciário. Fundamental para distinguir o fideicomisso da categoria do negócio fiduciário é, para além da natureza contratual do primeiro que não se encontra no segundo, a circunstância de a vinculação que se projeta sobre a posição em que fica investido o fiduciário não ser de fonte obrigacional, revestindo — nos termos que serão sumariamente expostos de seguida — natureza verdadeiramente real.

⁸⁹³ Como atrás se referiu brevemente, a consideração da coerência sistemática da lei no tratamento de situações de natureza fiduciária e, em particular, a constatação de que a elas surgia associado, de forma consistente, o reconhecimento de um efeito de separação patrimonial, constituiu uma abordagem central do tema do negócio fiduciário atípico no direito alemão. Essencial na construção de COING, *Treuhand*, p. 19 ss., por exemplo, é a valorização de determinados institutos do direito das sucessões, em particular as figuras do fiduciário (*Vorerbe*) e do testamenteiro (*Testamentsvollstreckung*), bem como o regime da responsabilidade por dívidas dos herdeiros (*Erbenhaftung*) (*id.*, pp. 171 ss.). O autor invoca como exemplo as situações de titularidade fiduciária de direitos sobre os bens que compõem a herança, titularidade essa que se encontra sempre funcionalmente dirigida à prossecução de interesses alheios, sendo limitados os poderes de disposição e impostos deveres de administração, razão porque esses bens constituem um património autónomo (cf. *id.*, pp. 21-22). Para além do caso da herança administrada pelo *Testamentsvollstreckern* (§2209 BGB), que responde exclusivamente pelas responsabilidades por este incorridas no âmbito da gestão (§2206 BGB), releva o caso da instituição de um *herdeiro sucessivo* — análoga à figura da substituição fideicomissária —, na qual o *Vorerbe* se encontra sujeito a um vínculo fiduciário, que se materializa na administração da herança no interesse do *Nacherbe* (§§2100 ss.) — cf. *id.*, pp. 21 ss. Como nota COING, em ambos os casos a criação de um património autónomo, e com isso a afetação da herança a um determinado fim e a limitação do poder de disposição do seu titular, tem na sua origem um ato de direito privado (neste caso, do *Erblasser*). Seria, com isso, excepcionado o princípio geral do §137BGB, segundo o qual não são admitidas limitações ao poder de disposição com eficácia real mediante negócio atípico (*id.*, p. 22). Esta limitação da responsabilidade às dívidas do *Rechtsträger* no âmbito da gestão fiduciária seria, segundo o autor, confirmada na jurisprudência (*id.*, pp. 172-173).

que seria colocada em causa a reversão destes para a esfera do beneficiário⁸⁹⁴. Em simultâneo, aquele regime de separação tutela a expectativa de que é titular o fideicomissário⁸⁹⁵. Assim, recuperando alguns dos termos em que foi enquadrada a disciplina de responsabilidade por dívidas no mandato sem representação, a lei é, também aqui, sensível à *neutralidade patrimonial*, para o fiduciário, resultante da substituição fideicomissária⁸⁹⁶ e, em consequência, estabelece a *insensibilidade* daqueles bens — que na realidade se afiguram *substancialmente alheios* — pelas suas dívidas pessoais. Esta teleologia normativa é tornada ainda mais patente quando se atenta no diferente regime a que ficam sujeitos os frutos dos bens objeto do fideicomisso. Quanto a estes, porque a respetiva fruição cabe de forma plena e livre ao fiduciário, não pendendo sobre eles uma qualquer obrigação de conservação ou um efeito de reversão — correspondendo por isso já a um efetivo *acréscimo patrimonial* — é rejeitado, porque seria injustificado, qualquer efeito de separação patrimonial⁸⁹⁷.

Em síntese, esta disciplina torna expressa a associação entre fruição e delimitação do âmbito da garantia geral do devedor, assegurando que — tal como sucede na coordenada central vertida no art. 1184.º — os credores gerais do fiduciário não se encontram, de um prisma estritamente patrimonial e relativamente aos bens fideicomitidos, numa situação mais vantajosa do que aquela em que se encontra o próprio fiduciário⁸⁹⁸.

⁸⁹⁴ Cf. PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, VI, p. 460, que sublinham que o efeito deste preceito legal assegura uma “justa composição dos legítimos interesses em conflito”.

⁸⁹⁵ L. RICCA, “Fedecomesso (dir. civ.)”, p. 131 e p. 134. Por outro lado, é possível reencontrar aqui um traço que foi assinalado a respeito do regime do mandato sem representação; trata-se de uma tendencial relação direta entre a sujeição de determinados bens a responsabilidade por dívidas de um devedor e a alocação do respetivo risco de perda ou deterioração das coisas. Com efeito, na hipótese de destruição não culposa dos bens fideicomitidos, ao fiduciário não caberia qualquer dever de compensação do fideicomissário.

⁸⁹⁶ Também na substituição fideicomissária, como no mandato sem representação, o *património líquido* do fiduciário não sofre um verdadeiro acréscimo no momento da sucessão ao *de cuius*, precisamente porque em simultâneo com a aquisição daqueles, passa a valer na esfera do fiduciário uma sujeição que determina a reversão dos mesmos aquando da sua morte.

⁸⁹⁷ Esta solução atinente à penhorabilidade dos frutos é perfeitamente coerente com a remissão genérica, neste quadro da substituição fideicomissária, para o regime do usufruto — assim, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 65, nota 131. De qualquer modo, este confronto com o regime do usufruto deixa ainda mais evidente a teleologia que subjaz ao art. 2292.º, uma vez que a consideração da natureza instrumental da propriedade reconhecida ao fiduciário não permitiu sequer a suscetibilidade de penhora do direito de fruição que lhe cabe enquanto os bens não reverterem para o beneficiário, ao contrário do que é permitido no direito de usufruto. Assinalando a natureza anómala do art. 695 *codice*, que desempenha no direito italiano a mesma função que o nosso art. 2292.º, L. RICCA, “Fedecomesso (dir. civ.)”, p. 131, atendendo precisamente a esta contraposição do regime do usufruto.

⁸⁹⁸ Não se ignora que a substituição fideicomissária não constitui caso único de consagração legal de um património autónomo no domínio do direito das sucessões. Apesar de se tratar de questão em tempos debatida, é hoje claramente dominante na doutrina portuguesa o entendimento, fundado nas disposições

5.3 Separação patrimonial no direito comercial: o caso do estabelecimento individual de responsabilidade limitada

I. A escassa relevância no tráfego do estabelecimento individual de responsabilidade limitada (e.i.r.l.)⁸⁹⁹, ou mesmo o seu anunciado *estertor* em resultado da introdução no nosso ordenamento de um modelo societário unipessoal⁹⁰⁰, não apagam as inequívocas potencialidades dogmáticas daquela figura, em particular para o esboço de uma teoria dos fenómenos de segregação patrimonial⁹⁰¹. Potencialidades dogmáticas estas que se manifestam, desde logo, no relevo organizacional que assume a impressão de um vínculo de

vertidas no art. 2071.^o para a herança aceita a benefício de inventário e a herança aceita pura e simplesmente, segundo o qual a herança constitui um património autónomo, não respondendo por princípio pelas dívidas pessoais do herdeiro (neste sentido, na literatura jurídica portuguesa, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil — Sucessões*, pp. 501 ss., notando a existência, “na titularidade do herdeiro, de duas massas patrimoniais que não comunicam entre si”, encontrando-se por isso na herança “aquela responsabilidade particular por uma categoria de dívidas que caracteriza [o património autónomo]”; CARVALHO FERNANDES, *Lições de Direito das Sucessões*, pp. 336 ss., expressamente reconhecendo uma separação entre o património do herdeiro e o do *de cuius* (p. 339), razão porque “se limita a responsabilidade do herdeiro às forças da herança” (p. 338); MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral*, I, pp. 220 ss.; CASTRO MENDES, *Teoria Geral*, I, pp. 96 ss.; J. GOMES DA SILVA, *Herança e sucessão por morte*, pp. 144 ss., que porém prefere a designação património separado, por ser aquela que, para o autor, mais bem designa a situação em que um mesmo sujeito é titular de duas esferas patrimoniais distintas. Na literatura italiana, afirma a analogia entre os bens objeto do fideicomisso e os bens da herança, L. RICCA, “Fedecommeso (dir. civ.)”, p. 134. Daqui resulta a exclusão dos credores gerais do herdeiro do património hereditário — sustentada pela generalidade da doutrina mesmo à luz do art. 2070.^o (cf., por todos, CARVALHO FERNANDES, *Lições de Direito das Sucessões*, pp. 336 ss. —, mas também a exclusão dos credores hereditários do património pessoal dos herdeiros (J. GOMES DA SILVA, *Herança e sucessão por morte*, pp. 150 ss.). Certo que a constituição deste património separado não tem na sua base, como sucede nas situações tipo que constituem o objeto privilegiado deste percurso, um ato negocial no exercício da autonomia privada; pelo contrário, a produção deste efeito de separação patrimonial resulta de um facto jurídico bem particular — a morte do *de cuius* —, ainda que possa ser conformada pelo exercício da autonomia privada, designadamente no quadro da sucessão testamentária. Ainda assim, é bem patente, uma vez mais, que o reconhecimento deste efeito de separação patrimonial, e o consequente desvio à suposta coordenada geral segundo a qual a titularidade constitui o critério aglutinador da garantia patrimonial do devedor, encontra a sua justificação no particular vínculo que grava os bens que integram a herança, destinados em primeiro plano a tutelar os interesses de uma particular classe de credores (do *de cuius* e da herança). Numa manifestação evidente do reconhecimento normativo destes vínculos de afetação funcional na delimitação da esfera expropriável do devedor, este particular regime por dívidas consagrado para a herança — e portanto a persistência da unidade do património do *de cuius* —, ao invés de um puro e simples desaparecimento da herança após a aquisição sucessória, encontra a sua justificação na existência de relações do autor da sucessão com terceiros, fundamentalmente com os seus credores (nestes termos, J. GOMES DA SILVA, *Herança e sucessão por morte*, pp. 138-139).

⁸⁹⁹ Reiteradamente assinalado na nossa literatura mais recente; cf., por exemplo, ENGRÁCIA ANTUNES, “Estabelecimento”, p. 430; P. OLAVO CUNHA, *Cheque*, p. 367.

⁹⁰⁰ Cf., P. OLAVO CUNHA, *Lições de Direito Comercial*, p. 94; no mesmo sentido, ENGRÁCIA ANTUNES, “Estabelecimento”, p. 441, considera a figura uma “peça do já rico acervo museológico jurídico-comercial lusitano”; CATARINA SERRA, “As novas Sociedades Unipessoais por Quotas”, p. 127, refere o *golpe de misericórdia* que representou a introdução pelo Decreto-Lei n.º 257/96, de 31 de Dezembro, do figurino das sociedades por quotas unipessoais (cf. arts. 270.^o-A ss. CdSC).

⁹⁰¹ A relevância dogmática do instituto, em particular para a teoria do estabelecimento, é expressamente reconhecida por MENEZES CORDEIRO, *Direito Comercial*, p. 312.

destinação sobre o acervo patrimonial em causa, com impacto direto na limitação da responsabilidade patrimonial — e, em consequência, na leitura do próprio art. 601.^o, e da teleologia que lhe subjaz —, mas também na amplitude do espaço reconhecido à autonomia privada na delimitação seja da atividade comercial a empreender, seja na seleção dos bens que a esse fim serão afetos (e, consequentemente, desagregados da garantia geral do comerciante). Mesmo o caráter imperfeito e os contornos nem sempre evidentes da autonomia patrimonial que subjaz ao e.i.r.l., também assinalados na nossa doutrina, não ofuscam o significativo desvio ao suposto postulado da indivisibilidade do património, que, de resto, é nesta figura admitido em termos muito amplos, permitindo a afetação funcional de um acervo patrimonial para fins produtivos — o exercício de uma *atividade comercial*.

Por estas razões, são devidas algumas linhas a respeito do instituto, necessariamente delimitadas ao tema da autonomia patrimonial — que constitui o seu verdadeiro traço distintivo —, tendo presente que uma perspetiva histórica e dogmaticamente descomprometida sobre o regime jurídico aplicável ao e.i.r.l. pode, na verdade, contribuir também para a consolidação de algumas das linhas de pensamento que vêm sendo sugeridas nas páginas anteriores.

II. Em termos sumários, o e.i.r.l. consiste num *património autónomo de uma pessoa singular através da qual esta pode desenvolver uma atividade comercial beneficiando de uma limitação de responsabilidade pelas dívidas emergentes do respectivo exercício*⁹⁰². Este vem dar resposta ao interesse do comerciante em limitar a exposição da generalidade do seu património pessoal (e familiar)⁹⁰³ aos riscos típicos e incontornáveis de qualquer *empresa comercial*⁹⁰⁴, restringindo o acesso pelos credores relacionados com o exercício da atividade comercial aos bens que a esta são afetos⁹⁰⁵. Prescindindo de um modelo de personificação

⁹⁰² É a descrição proposta por ENGRÁCIA ANTUNES, “Estabelecimento”, p. 401. A figura foi introduzida no nosso ordenamento pelo D.L. n.º 248/86, de 25 de Agosto, que veio depois a ser alterado pelo D.L. n.º 46/2000, que procurou, no essencial, facilitar a constituição de um e.i.r.l. (dispensando, por exemplo, o recurso à escritura pública), tendência seguida depois nas alterações introduzidas pelo D.L. 76-A/2006, de 29 de Março.

⁹⁰³ Cf. arts. 1691.^o/1-d) e 1695, incluindo mesmo a meação nos bens comuns (arts. 1692.^o/1696.^o) — cf. CATARINA SERRA, *Direito Comercial*, p. 27.

⁹⁰⁴ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Direito Comercial*, p. 310.

⁹⁰⁵ Sobre os antecedentes históricos da figura, e os fundamentos desta pretensão de limitação da responsabilidade patrimonial do comerciante, cf., entre nós, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial — Institutos Gerais*, I, pp. 409 ss.; mais detalhadamente, cf. M. ÂNGELA COELHO, “A limitação”, pp. 3 ss.

jurídica de cariz jussocietário⁹⁰⁶, a lei prosseguiu aquele objetivo através da consagração genérica de um património de afetação posto ao serviço de uma *atividade comercial*, delimitado exclusivamente pelo comerciante — ainda que dentro de alguns condicionalismos legais⁹⁰⁷ —, e sujeito a um particular regime de responsabilidade por dívidas. Mesmo em termos *imperfeitos*, esta disciplina vem limitar a exposição dos bens pessoais do comerciante a potencial agressão por parte dos seus credores comerciais, conferindo a estes, porém, preferência sobre os bens afetos ao exercício da atividade comercial⁹⁰⁸. Interessa que nos detenhamos neste que é o traço verdadeiramente distintivo da figura, a sua autonomia patrimonial, a fim de melhor lhe conhecer o alcance e contornos.

Sendo inequívoca a intenção de criar, na esfera jurídica do comerciante individual, uma massa patrimonial separada, funcionalmente afeta ao exercício de uma determinada atividade comercial, o modelo consagrado conduz apenas a uma *autonomia patrimonial imperfeita*, quer passiva, quer ativa⁹⁰⁹. Em primeiro lugar, começa por estatuir o art. 10.º/1 do D.L. n.º 248/86⁹¹⁰ que *o património do estabelecimento individual de responsabilidade limitada responde unicamente pelas dívidas contraídas no desenvolvimento das actividades compreendidas no âmbito da respectiva empresa*. Esta limitação da responsabilidade pelas

⁹⁰⁶ De resto já conhecido noutras ordens jurídicas ao tempo da introdução, no direito português, do modelo do e.i.r.l. — cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso*, I, p. 252, nota 126, que assinala em particular o problema da concordância deste regime especial com a 12.ª Diretiva em matéria de direito das sociedades, de 1989 (cf., detalhadamente, COUTINHO DE ABREU, *Da empresarialidade*, pp. 142-143); e ENGRÁCIA ANTUNES, “Estabelecimento”, p. 431, nota 51, com abundante indicação de bibliografia. Sobre o não reconhecimento de personalidade jurídica ao e.i.r.l, pacífico na nossa doutrina, cf., por todos, OLIVEIRA ASCENSÃO, “Estabelecimento Comercial”, p. 40.

⁹⁰⁷ Na verdade, aspeto a que o regime jurídico do e.i.r.l. atribui particular atenção é o da formação e conservação do seu *capital* (cf. art. 3.º), *i.e.* o acervo de bens que o comerciante decide afetar à exploração da atividade empresarial em causa. Este capital, não inferior a €5000 (cf. art. 3.º/2), pode consistir em dinheiro ou *coisas ou direitos susceptíveis de penhora* (cf. art. 3.º/3); interessante é, neste domínio, a consagração expressa de um dever de segregação do dinheiro numa conta bancária especial (cf. art. 3.º/6). No que toca à conservação deste capital, num regime em que são evidentes as proximidades com o enquadramento jussocietário, vale essencialmente o disposto no art. 15.º, que vem impor a constituição de reservas legais. São igualmente previstas regras relativas ao aumento e redução do capital — arts. 17.º, 18.º e 19.º. Sobre estas, cf., por exemplo, ENGRÁCIA ANTUNES, “Estabelecimento”, p. 401. Não é demais reiterar aqui que não se pretende uma descrição completa da figura, nem tão pouco do regime jurídico que lhe é aplicável, mas tão só assinalar — de forma sumária — aqueles aspetos que, porque relacionados com o efeito de segregação patrimonial que subjaz ao e.i.r.l., se afiguram instrumentais para o propósito que aqui nos ocupa. Assim sendo, não são aqui tratados, por exemplo, os temas relacionados com o ato constitutivo, alterações ao mesmo, a administração e fiscalização do estabelecimento ou a sua extinção, temas já amplamente abordados. Sobre eles, para além das obras já citadas, cf. C. SERRA, *Direito Comercial*, pp. 25 ss.; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, pp. 414 ss., e “O Estabelecimento Individual”, pp. 17 ss.; PEREIRA DE ALMEIDA, “A limitação da Responsabilidade”, pp. 271 ss.

⁹⁰⁸ Sobre a qualificação do e.i.r.l. como um estabelecimento comercial, cf. MENEZES CORDEIRO, *Direito Comercial*, pp. 311-312 (que considera o e.i.r.l., também, uma “*esfera jurídica de afectação*”); COUTINHO DE ABREU, *Da empresarialidade*, pp. 139 ss., e *Curso*, I, p. 253. Contra, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, pp. 424 ss.

⁹⁰⁹ Assim, por exemplo, ENGRÁCIA ANTUNES, “Estabelecimento”, pp. 415 ss.

⁹¹⁰ Os artigos citados nesta secção relativa ao e.i.r.l. são relativos ao D.L. n.º 248/86, de 25 de Agosto.

dívidas exploracionais do estabelecimento (*defensive assets partitioning*⁹¹¹) é porém objeto de dois importantes desvios, que mitigam o seu efeito. Desde logo, é evidente uma ponderação normativa tendente à tutela de credores do comerciante anteriores à cisão do património deste, determinando o n.º 2 do aludido preceito que, em caso de insuficiência dos bens pessoais do comerciante, aquele património de afetação responde, afinal, pelas dívidas contraídas antes da publicação do ato de constituição do e.i.r.l.⁹¹². Depois, fruto da remissão para o art. 22.º, resulta que os bens afetos ao estabelecimento respondem ainda subsidiariamente pelas dívidas pessoais do comerciante contraídas depois da respetiva constituição⁹¹³. De qualquer modo, esta perfuração da autonomia patrimonial do e.i.r.l. sai mitigada, não apenas pela circunstância de o preceito legal citado impor a excussão prévia do património geral do comerciante — uma vez que a penhora fica dependente de prova da *insuficiência dos restantes bens do devedor* —, mas também pela consagração, para um cenário de insolvência, de um critério de preferência dos credores do estabelecimento sobre os credores comuns⁹¹⁴.

Já quanto à autonomia patrimonial ativa (*affirmative assets partitioning*), começa por valer o disposto no art. 11.º/1: *pelas dívidas resultantes de atividades compreendidas no objeto do estabelecimento individual de responsabilidade limitada respondem apenas os bens a este afectados*. Também a este respeito, porém, foi previsto um importante desvio, uma vez que o n.º 2 do mesmo preceito⁹¹⁵ vem dispor que em caso de falência do titular por causa

⁹¹¹ Cf. HANSMANN/KRAAKMANN, *The essential role*, pp. 398 ss.

⁹¹² Como nota ENGRÁCIA ANTUNES, *Estabelecimento comercial de responsabilidade limitada*, p. 417, nota 26., os bens afetos ao e.i.r.l. estão não apenas protegidos pelo benefício da excussão prévia de todo o património geral do comerciante, mas também pela relevância do conhecimento, por parte dos respetivos credores, da própria existência do estabelecimento, independentemente do cumprimento das suas formalidades constitutivas, proteção esta resultante da remissão para a parte final do art. 6.º. Refira-se, de qualquer modo, que esta limitação do efeito de separação patrimonial relativamente a dívidas que lhe sejam anteriores não constitui propriamente uma especialidade do modelo de autonomia patrimonial consagrado para o e.i.r.l.; com um alcance relativamente próximo (ainda que não idêntico), basta que nos lembremos que na coordenada central vertida no art. 1184.º a separação dos bens do mandato também só vale relativamente a *agressões* que sejam anteriores ao contrato de mandato.

⁹¹³ Estabelece o citado art. 22.º que na execução movida contra o titular do estabelecimento individual de responsabilidade limitada por dívidas alheias à respectiva exploração, os credores só poderão penhorar o estabelecimento provando a insuficiência dos restantes bens do devedor.

⁹¹⁴ Cf. art. 27.º.

⁹¹⁵ Sugere a revogação tácita desta regra, por efeito primeiro do art. 125.º/2 CPEREF e depois do art. 2.º/1-g CIRE, cujo efeito seria o de limitar os efeitos da insolvência ao património autónomo, CATARINA SERRA, *Falências Derivadas*, p. 241, e *Direito Comercial*, p. 30. Esta posição veio também a ser acolhida por CARVALHO FERNANDES/J. LABAREDA, *Código da Insolvência*, p. 66. Independentemente de uma tomada de posição sobre o problema, não devem deixar de ser assinalados os termos amplos (e descomplexados) em que o CIRE admite a autonomia patrimonial como critério de aplicabilidade do regime da insolvência, até como um indício adicional,

relacionada com a atividade exercida naquele estabelecimento, o falido responde com todo o seu património pelas dívidas contraídas nesse exercício, se os seus credores provarem que o *princípio da segregação patrimonial não foi devidamente observado na gestão do estabelecimento*⁹¹⁶. O dado normativo relevante deste regime é a associação entre a separação patrimonial enquanto *efeito* e a separação patrimonial enquanto *dever* (ou *procedimento*): sendo este violado, e portanto desrespeitadas as regras que impõem uma afetação exclusiva dos bens do estabelecimento ao desenvolvimento da respetiva atividade comercial, deixa o comerciante de beneficiar do primeiro, passando o seu património geral a estar exposto aos credores do estabelecimento. Já se o titular observou escrupulosamente este dever de separação⁹¹⁷, e a situação de insolvência se deve a uma qualquer outra causa, permanece respeitada a compartimentação das duas massas patrimoniais reconhecidas na esfera do comerciante⁹¹⁸.

III. Não devem todavia impressionar — e muito menos assumir preponderância na avaliação geral do instituto — os desvios que a lei consagra à autonomia patrimonial, ativa e passiva, do e.i.r.l.; até porque elas não constituem extravagâncias no quadro da dogmática

proveniente do domínio específico do direito da insolvência, da erosão da ideia de extravagância dos fenómenos de separação patrimonial.

⁹¹⁶ Prevê-se, nas palavras de OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, p. 418, uma “*desconsideração da separação patrimonial*”, como sanção para o desrespeito da função que grava o acervo patrimonial segregado.

⁹¹⁷ Adiante veremos que esta associação entre a produção de um efeito de separação patrimonial e o respeito por um procedimento de separação patrimonial (imposto por lei ou por contrato) não constitui um exclusivo do regime do e.i.r.l., podendo dele encontrar-se manifestações noutros quadrantes. Para além de no direito da insolvência, especificamente no regime da exoneração do passivo restante do devedor — que adiante será brevemente descrito (cf. §5.4), aquela associação é também patente no domínio da intermediação financeira, designadamente no quadro dos arts. 306.º ss. CdVM. Como se adivinha, a eles será dedicada atenção particular mais adiante — cf. §11.º. De qualquer maneira, sobre o que se deva entender por respeito pelo princípio da segregação patrimonial, merecem referência as palavras de ENGRÁCIA ANTUNES, “Estabelecimento”, p. 420, nota 32, até porque elas poderão ser aproveitadas mais adiante. Nota o autor que em diversos quadrantes do direito privado são previstas sanções para a instrumentalização fraudulenta de institutos jurídicos, designadamente em resultado da confusão de massas patrimoniais destinadas a permanecer distintas. Podendo o conteúdo deste dever de segregação patrimonial ser apreendido caso a caso, em face do regime legal em concreto aplicável, entende ENGRÁCIA ANTUNES que, no que em particular diz respeito ao e.i.r.l., “*deverão ser consideradas apenas transferências interpatrimoniais de sentido ascendente (isto é, operadas do património do EIRL para o património comum do particular) e já não as de sentido inverso*”, por só estas terão como efeito a diminuição do conjunto de bens colocados à disposição do estabelecimento.

⁹¹⁸ Em respeito pela “*matriz teleológico-funcional do instituto*” — cf. ENGRÁCIA ANTUNES, “Estabelecimento”, p. 420. Não interessa aqui aprofundar o tema do regime insolvencial do e.i.r.l. e, em particular, a questão, amplamente debatida na nossa doutrina, da harmonização entre o art. 11.º/2 com as regras especificamente destinadas (no CPEREF e no CIRE) à chamada insolvência do e.i.r.l.; veja-se, na vigência da lei pregressa, CATARINA SERRA, *Falências Derivadas*, pp. 240 ss.; OLIVEIRA ASCENSÃO, “O Estabelecimento Individual”, pp. 17 ss.; já na vigência do CIRE, CARVALHO FERNANDES/J. LABAREDA, *Código da Insolvência*, p. 66; ENGRÁCIA ANTUNES, “Estabelecimento”, pp. 427 ss.

dos patrimónios autónomos. Em primeiro lugar, estando em causa — como está — um potencial conflito entre diferentes classes de credores, e servindo o efeito de separação patrimonial como um modo de resolução *ex ante* desse mesmo conflito, afigura-se compreensível a tutela dos credores cujas pretensões sejam anteriores à produção daquele efeito⁹¹⁹. Em segundo lugar, não suscita também qualquer surpresa a associação entre a autonomia patrimonial e o respeito, pelo comerciante, do vínculo de destinação que grava os bens do estabelecimento. De facto, aquela autonomia só se justifica se quem dela beneficia respeitar a afetação exclusiva do acervo patrimonial em questão à função pré-determinada (no caso, o exercício da atividade comercial). É por isso perfeitamente coerente com a matriz teleológica e funcional do instituto sancionar atos de confusão praticados pelo beneficiário com a eliminação do efeito de separação patrimonial⁹²⁰.

Seguramente mais relevante, e — como se começou por dizer — com inquestionável projeção na dogmática geral, é notar o reconhecimento normativo de um património separado de assinalável amplitude funcional, em que é significativo o espaço reservado à autonomia privada para a conformação do âmbito e alcance daquele efeito de separação patrimonial, consolidando uma tendência de *especialização* da tutela do crédito que vai ganhando espaço ao princípio paritário da *par conditio*⁹²¹. Não se dando aqui, como sucede no mandato sem representação, um fenómeno de interposição de pessoa, tudo se passando na esfera jurídica de um só sujeito, é ainda assim inevitável ver entre os dois institutos uma inequívoca proximidade quando se atenta na ponderação normativa que, num e noutro,

⁹¹⁹ Do que se trata é, como aliás se viu atrás a respeito do regime do mandato sem representação, de salvaguardar eventuais situações de fraude a esses credores.

⁹²⁰ Isto mesmo não constitui, de resto, um exclusivo dos fenómenos de separação patrimonial; o ordenamento conhece situações em que a confusão de patrimónios resulta na desconsideração da personalidade jurídica. Veja-se por exemplo, a respeito do art. 84.º CdSC, que para a falência das sociedades unipessoais faz depender a autonomia patrimonial destas da circunstância de o sócio ter respeitado *os preceitos da lei que estabelecem a afectação do património da sociedade ao cumprimento das respectivas obrigações*, CATARINA SERRA, *Falências Derivadas*, pp. 120 ss. Por outro lado, noutros direitos é apontado como traço comum dos modelos de segregação patrimonial legalmente previstos a expressa previsão de mecanismos de salvaguarda de todos os interesses potencialmente em jogo, incluindo os de credores pessoais do titular dos múltiplos patrimónios; na literatura italiana, apontando esse como um traço estruturante do recente regime dos *patrimoni destinati ad uno specifico affare* (art. 2447-bis ss. *codice*), MEUCCI, *La destinazione di beni*, p. 89. Sobre este regime, cf. nota 926.

⁹²¹ J. COSTA GOMES, Assunção Fidejussória, p. 27, fala de uma progressiva “*desconfiança relativamente à tutela tradicional assente na responsabilidade patrimonial (geral) do devedor, desconfiança essa responsável pelo recurso a formas (pretendidas como) mais enérgicas de tutela do crédito*”. O que a análise levada a cabo nas páginas precedentes revelou é que esse não é simplesmente um fenómeno do tráfico, desenvolvido no quadro da autonomia privada para assegurar a tutela dos interesses de credores, vindo progressivamente a ser acomodado no próprio quadro normativo, onde se vão disseminando institutos e mecanismos negociais que alteram ou dispensam o funcionamento da garantia geral.

subjaz ao reconhecimento da segregação patrimonial. No regime do e.i.r.l., como no art. 1184.^o, é a impressão de um vínculo de afetação funcional sobre um acervo de bens — destarte retirados do espaço de livre-arbítrio do respetivo titular — que justifica a autonomia patrimonial. Acresce que esta amplitude funcional do e.i.r.l. basta para que se encarem com perplexidade os esforços de manter uma suposta natureza excecional do efeito de separação patrimonial que lhe subjaz; é que pode lançar mão deste instituto *qualquer pessoa singular*, para o exercício de *qualquer atividade comercial*⁹²². É, também aqui, consagrado um modelo de autonomia patrimonial apto para a prossecução de interesses diversos, que não são contudo objeto de prévia delimitação pela lei. Por outro lado, e como já havíamos visto no mandato, também no e.i.r.l. é patente o reconhecimento ao património autónomo de uma função produtiva, de investimento, assim contribuindo para mitigar a ideia tradicional de que os fenómenos de segregação patrimonial surgem tipicamente limitados a fins de liquidação ou conservação de bens. Ao invés, parece antes consolidar-se a ideia de que a delimitação da esfera de garantia patrimonial de um devedor, mais do que da titularidade, está afinal dependente da função que os bens desempenham na esfera daquele devedor⁹²³, não devendo ser permitido o acesso a bens sobre os quais o devedor não tem disponibilidade total, porque não podem ser por si utilizados na prossecução dos seus interesses idiossincráticos.

A tudo isto acresce o papel reservado à autonomia privada. É que mesmo enquadrado e condicionado pela lei — que impõe requisitos quanto ao ato constitutivo e, depois, quanto à sua modificação —, é o comerciante e titular dos direitos bens em questão quem decide, de entre estes, *quais* e *quantos* passam a integrar o património autónomo, e também *para que fim*. A delimitação desta massa separada não resulta de uma qualquer ponderação normativa prévia⁹²⁴, mas sim em exclusivo de uma manifestação de vontade (de resto, passível de ser alterada) do próprio comerciante. Não apenas o património autónomo que subjaz ao e.i.r.l., mas reflexamente o património geral do comerciante, são assim conformados por um negócio jurídico unilateral resultante do exercício da autonomia privada, ainda que, na base, haja sempre a recondução a uma habilitação legal prévia. Por

⁹²² Cf. art. 1.^o/1 D.L. n.^o 248/86, de 25 de Agosto.

⁹²³ No que à delimitação da responsabilidade patrimonial diz respeito, repete-se aqui uma coordenada que se encontra no regime da responsabilidade por dívidas do mandato sem representação, que é o da relevância da relação sujeito-atividade, e não sujeito-bens (ou titularidade); assim, ZOPPINI, “Autonomia e separazione del patrimonio”, p. 550, referindo-se ao regime consagrado no *codice* dos *patrimoni dedicati ad uno specifico affare*.

⁹²⁴ Como acontece, por exemplo, na herança ou na substituição fideicomissária.

fim, é também patente o reconhecimento de que o objetivo da tutela das relações obrigacionais — que permanece, juntamente com a proteção da segurança do tráfego, na base do sistema de responsabilidade patrimonial do devedor — pode ser prosseguido abdicando da regra paritária e, em caso de insuficiência, proporcional, bastando a consagração de mecanismos de especialização da garantia, em que cada classe diferenciada de credores beneficia de — e se encontra limitada a — um acervo funcionalmente delimitado⁹²⁵.

Voltando ao princípio, não creio que o alcance destes traços resulte mitigado pela reduzida implantação prática do instituto. Não, desde logo, porque, existindo outras alternativas, nomeadamente as que passavam pela criação de um novo ente jurídico, a lei acomoda, em termos abrangentes, um modelo de autonomia patrimonial sem personificação. Mas, mais do que isso, porque são neste regime do e.i.r.l. patentes um conjunto de valorações normativas que, expressas aqui em termos amplos, a ele não se cingem, estando presentes noutras figuras de inquestionável projeção sistemática — *maxime*, como se sugeriu, no mandato sem representação. Esta disciplina do e.i.r.l não surge por isso *deslocada* ou *extravagante*, sendo pelo contrário reconduzida a uma matriz normativa constante, que atribui efeitos jurídicos determinados à impressão de vínculos de afetação funcional sobre bens. Continuemos o anunciado percurso por outras manifestações de relevância jurídica de vínculos de afetação funcional, para mais à frente nos podermos concentrar numa avaliação sistemática destas coordenadas que vão sendo reveladas⁹²⁶.

⁹²⁵ A este respeito, veja-se ENGRÁCIA ANTUNES, “Estabelecimento”, pp. 404-405, notando que “a limitação da responsabilidade do empresário individual, implicando uma externalização do risco da exploração empresarial para os respectivos credores, não acarreta necessariamente um prejuízo para estes”.

⁹²⁶ Procurando reforçar a sugestão que se faz no texto — a de que a partir do regime do e.i.r.l. resultam importantes coordenadas normativas que não podem ser desligadas da dogmática geral da responsabilidade patrimonial — é útil um breve excuro por uma figura recentemente introduzida no direito italiano que, não obstante a sua especialidade, teve naquele ordenamento um inquestionável impacto geral. Trata-se dos chamados *patrimoni dedicati ad uno specifico affare* (cf. art. 2447-bis *codice*), consagrados na sequência da mais recente reforma do direito societário italiano — que conhecia já, de resto, as sociedades unipessoais. Sumariamente, aquele regime prevê a possibilidade de uma *s.p.a.* autonomizar um acervo patrimonial destinado a um *negócio específico*. Em rigor, o regime consagrou duas modalidades distintas, qualquer delas amplamente dependente do exercício da autonomia privada. O primeiro modelo (cf. art. 2444-ter *codice*), de natureza geral (cf. ZOPPINI, “Autonomia e separazione del patrimonio”, p. 547), permite que o órgão de administração da sociedade delibere a afetação de uma massa de bens e relações jurídicas ao desenvolvimento de uma atividade específica; exceto se for deliberado em sentido diverso (ou sempre em situações de comprovada gestão ilícita), só aquele património responde pelas dívidas contraídas pela sociedade no exercício da atividade que justifica a operação. O segundo modelo (cf. art. 2447-decies *codice*), de natureza financeira, pressupõe por seu turno a contratação de um crédito também para o desenvolvimento de uma atividade específica, sendo neste caso determinado que o reembolso (parcial ou total) daquele financiamento se fará exclusivamente à custa dos proveitos resultantes da atividade em questão; neste caso, o património separado é constituído por bens (ou rendimentos) futuros, que estarão a salvo de agressão pelos demais credores sociais (cf., para uma descrição

5.4 Cessão de bens a credores e segregação patrimonial: a figura do fiduciário previsto nos arts. 239.º ss. CIRE

I. O nosso direito conhece a figura da cessão de bens a credores (cf. arts. 831.º ss.), tipicamente enquadrada no campo das garantias especiais das obrigações⁹²⁷. Pressupondo a transmissão pelo devedor para um ou mais credores dos *poderes de administração e disposição* sobre um acervo de bens⁹²⁸, esta figura representa o que um autor designou por

detalhada dos dois modelos, o estudo recente de L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori*, pp. 97 ss.). Em ambos os casos é, em suma, adotado um modelo de separação bilateral, que conduz a uma compartimentação bidirecional do património social (uma massa geral, e uma — ou mais — massa especial destinada a um negócio particular), cujo elemento distintivo é o título justificativo do direito de crédito (assim, MEUCCI, *La destinazione di beni*, p. 95). Aos credores do património separado é excluído o acesso ao património geral da sociedade, enquanto aos credores sociais é vedado o acesso àquele acervo patrimonial sobre o qual vem impresso o vínculo de destinação. Sobre a figura, a literatura transalpina é vastíssima; veja-se, para além das obras já citadas, por exemplo, F. GENNARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, pp. 47 ss.; INZITARI, “I patrimoni dedicati ad uno specifico affare”, pp. 295 ss.; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*; DI SABATO, “Sui patrimonio dedicati nella riforma societaria”, pp. 665 ss.; IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 253 ss.; D. SCARPA, “La rappresentazione contabile del patrimonio destinato e la tutela dei creditori particolari”, pp. 407 ss.; F. FIMMANÒ, “Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità”, pp. 960 ss. Não interessa uma análise detalhada deste instituto. O que ao invés interessa assinalar é que, em paralelo com as discussões em torno do regime particular aplicável a estes *patrimoni destinati ad uno specifico affare*, foi inquestionável a repercussão daquele instituto na dogmática geral da responsabilidade patrimonial, sendo quase sempre apontado como evidência da necessidade de uma atualização da doutrina tradicionalmente afirmada a respeito da interpretação do art. 2740 *codice* (assim, por exemplo, MEUCCI, *La destinazione di beni*, p. 89; DI SABATO, “Sui patrimonio destinati”, pp. 52 ss.; L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori*, pp. 19 ss.). É assinalado, designadamente, o espaço de conformação reconhecido à autonomia privada (cf., por exemplo, R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori, passim*), desde logo pela fórmula genérica (“*affare*”) empregue pela lei para delinear o propósito que fundamenta o vínculo de destinação gravado sobre parte do património social, não impondo sequer um enunciado tipológico das situações em que o regime pode ter aplicação (cf. INZITARI, “I patrimoni dedicati ad uno specifico affare”, p. 296). A doutrina aponta como a lei não define a tipologia dos objetivos a que este negócio deve estar associado, sendo acolhido um mecanismo de desagregação dos riscos inerentes geridos pela sociedade em que é inequívoca a relevância da autonomia privada — cf. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 254 ss. Este instituto é igualmente apontado como manifestação de uma tendência de progressivo alargamento dos modelos de “*garanzia specifica*”, demonstração do esbatimento da normatividade da *par conditio creditorum* (assim, por exemplo, ZOPPINI, “Autonomia e separazione del patrimonio”, p. 557). O património, lê-se na doutrina, deixa de ser configurado simplesmente como a esfera de titularidade imputável a um sujeito, mas antes como complexo de bens e relações jurídicas destinados ao desenvolvimento de uma atividade, consolidando-se a afirmação de um critério funcional de unificação do património (cf. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 279 ss.).

⁹²⁷ Assim, por exemplo, ANTUNES VARELA, *Obrigações*, II, pp. 155 ss.; MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, II, pp. 327 ss., e *Garantias*, pp. 300 ss.; ROMANO MARTINEZ/FUZETA DA PONTE, *Garantias*, pp. 52 ss.

⁹²⁸ Bens que podem constituir a totalidade ou apenas parte do património do devedor (cf. art. 831.º). Operada esta cessão, fica a caber ao devedor um direito de fiscalização da atuação dos credores (cf. art. 834.º/2), podendo desistir a todo o tempo da cessão, cumprindo as obrigações a que está adstrito (cf. art. 835.º). Para além desta *transmissão de poderes de administração*, o outro efeito significativo decorrente do instituto é o de restringir a possibilidade de instauração de ações executivas sobre o património do devedor, passando apenas a poder atuar sobre o acervo objeto da cessão os credores que, não envolvidos na operação, sejam titulares de créditos anteriores à data da efetivação da cessão (cf. art. 833.º). Para uma descrição aprofundada da figura, cf. MENEZES LEITÃO, *A cessão de bens aos credores*.

*exercício consensual da responsabilidade patrimonial*⁹²⁹. Com a entrada em vigor do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, foi introduzido no nosso ordenamento um novo instituto que, pressupondo embora a intervenção de um órgão judicial, apresenta com a cessão de bens a credores uma evidente proximidade. Trata-se da *cessão do rendimento disponível*, previsto no âmbito do chamado *procedimento de exoneração do passivo do devedor*⁹³⁰, aplicável em processos de insolvência de pessoas singulares e acolhido especificamente nos arts. 239.º ss. CIRE. Deferido pelo tribunal o pedido de exoneração do passivo restante⁹³¹, o despacho judicial em causa determina que, *durante os cinco anos subsequentes ao encerramento do processo de insolvência, o rendimento disponível que o devedor venha a auferir se considera cedido a um fiduciário*⁹³². Esse rendimento é em

⁹²⁹ Assim, MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, II, pp. 327 ss., notando que, desta forma, se evita o recurso à ação executiva para assegurar o ressarcimento dos créditos em questão. A verdade é que as fórmulas empregues pela lei, que fala simultaneamente de uma cessão de bens e de uma transmissão de poderes, não permitem apreender com facilidade se em causa está um efeito transmissivo dos bens em questão para a esfera dos credores, que assim assumiriam a posição de proprietários (ou titulares de um direito de crédito), ou antes e apenas de uma espécie de legitimidade para atuar sobre e dispor de bens que permanecem, ainda, na esfera de titularidade do devedor. Acresce que a doutrina, entre nós, não se pronuncia sobre o problema em termos absolutamente unânimes: ANTUNES VARELA, *Obrigações*, II, p. 155, fala de uma *entrega* pelo devedor de todos os seus bens ou parte deles, para depois concluir não existir “nenhuma cessão dos bens aos credores em sentido técnico. É o devedor — e não os cessionários — quem continua titular dos bens”. MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, II, p. 328, refere unicamente uma *transmissão de poderes*, apesar de mais tarde reconduzir a cessão de bens a credores à figura do mandato sem representação (id., pp. 330-331). ALMEIDA COSTA, *Direito das obrigações*, p. 1086, conclui que “os bens cedidos continuam a pertencer ao devedor até serem alienados a terceiros”; em sentido próximo, ROMANO MARTINEZ/FUZETA DA PONTE, *Garantias*, p. 54, rejeitam expressamente que os credores se tornem proprietários dos bens que lhes foram cedidos, sendo antes incumbidos do encargo de gestão do acervo patrimonial em questão, em seu benefício e dos demais credores envolvidos. Já I. GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos*, p. 194, reconhece na cessão de bens a credores um contrato fiduciário em garantia, parecendo pressupor a efetiva transmissão dos bens que dele são objeto. Voltarei a esta questão no final da presente secção.

⁹³⁰ Cf. art. 235.º ss. CIRE; na literatura portuguesa, cf. ASSUNÇÃO CRISTAS, “Exoneração do devedor pelo passivo restante”, pp. 165 ss.; M. DO ROSÁRIO EPIFÂNIO, *Manual de Direito da Insolvência*, pp. 274 ss.; CARVALHO FERNANDES/J. LABAREDA, *Código da Insolvência*, pp. 777 ss.; MENEZES LEITÃO, *Código da Insolvência*, pp. 236 ss., e *Direito da Insolvência*, pp. 305 ss. Inspirado no instituto da *Rechtschuldbefreiung*, previsto nos §§ 286 ss. InsO, trata-se de um regime que, como se diz no texto, é aplicável exclusivamente a pessoas singulares (designadamente, mas não só, a consumidores) e que visa a tutela do devedor assegurando a exoneração das dívidas que não sejam liquidadas durante o processo de insolvência ou uma vez decorridos cinco anos após o respetivo encerramento, evitando, por esta via, a manutenção daquelas obrigações durante toda a vigência do prazo de prescrição aplicável (*fresh start* — cf. ponto 45 do Preâmbulo do D.L. n.º 53/2004, de 18 de Março). Trata-se de solução que, de outra banda, não se afigura prejudicial para os credores, cujas pretensões continuam a ser atendidas mesmo depois de encerrado o processo de insolvência e, portanto, à custa do património a adquirir futuramente pelo devedor (assim, MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, p. 306). Sobre o regime de direito alemão, que inspirou o português, cf., por exemplo, DÖBEREINER, *Die Restschuldbefreiung*, pp. 345 ss.; LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 771 ss.

⁹³¹ Formulado pelo devedor nos termos do art. 236.º CIRE. Sobre o regime aplicável a este pedido e os pressupostos da respetiva concessão, cf. por todos MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, pp. 306 ss.

⁹³² Cf. art. 239.º/2 CIRE. Na realidade, esta cessão não se limita a rendimentos em sentido técnico, sendo antes abrangidos quaisquer acréscimos patrimoniais, designadamente resultantes do recebimento de uma herança (assim, MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, p. 311). No n.º 3 do art. 239.º CIRE resultam, porém, limitações ao que deva ser considerado rendimento disponível, designadamente a fim de assegurar um sustento

consequência alocado ao pagamento dos encargos processuais devidos e à distribuição pelos credores⁹³³.

Este regime tem sido objeto de análise na doutrina, até porque o seu sentido e alcance não são sempre inequívocos⁹³⁴. Para o âmbito deste estudo, interessa aqui focar, em primeiro plano, o problema da natureza desta *cessão do rendimento disponível*, a fim de apreender o tipo de relação jurídica que dela emerge e, depois disso, alguns aspetos do regime jurídico que lhe é aplicável. Foi já sustentado entre nós não se tratar de uma verdadeira cessão de créditos (futuros), mas apenas de uma promessa de entrega dos ganhos gerados pelo devedor, no momento em que estes se constituam. De acordo com este entendimento, seria sempre necessária uma nova manifestação de vontade do devedor para processar a transmissão daqueles rendimentos para o fiduciário⁹³⁵. É todavia hoje generalizada a doutrina que retira do exposto no citado art. 239.º/2 CIRE uma verdadeira transmissão de créditos futuros, ainda que não de fonte contratual⁹³⁶. Atenta a função deste regime, mas também elementos normativos inquestionáveis, não deve merecer hesitação a conclusão de que o proferimento do despacho processa efetivamente uma cessão dos rendimentos para o fiduciário designado pelo tribunal⁹³⁷. No direito alemão, de onde veio a inspiração para este regime, é também pacífica a aceitação de uma verdadeira transmissão dos bens para a esfera do fiduciário⁹³⁸.

mínimo para o devedor. Por seu turno, e ainda como se lê no aludido art. 239.º/2 CIRE, o fiduciário é escolhido pelo tribunal a partir da lista oficial de administradores da insolvência.

⁹³³ Cf. art. 241.º/1 CIRE.

⁹³⁴ Entre outras questões, ocupam essencialmente a nossa doutrina (e jurisprudência) as relacionadas com a verificação dos pressupostos de que depende a concessão, pelo tribunal, deste mecanismo de exoneração da dívida residual (sobre este ponto, cf. ASSUNÇÃO CRISTAS, “Exoneração do devedor pelo passivo restante”, pp. 168 ss.; MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, pp. 306 ss.; M. DO ROSÁRIO EPIFÂNIO, *Manual de Direito da Insolvência*, pp. 274 ss.). Interessa também o tema da conduta do devedor uma vez deferido o pedido de exoneração do passivo restante, por exemplo relativamente à obrigação de manter uma profissão que assegure a obtenção de rendimentos, decorrente do art. 239.º/4 CIRE (cf., por exemplo, MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, pp. 313 ss.; M. DO ROSÁRIO EPIFÂNIO, *Manual de Direito da Insolvência*, pp. 279 ss.).

⁹³⁵ Era a posição sustentada, designadamente, por MENEZES LEITÃO, *Código da Insolvência*, pp. 240-241, que veio porém depois a alterar no seu *Direito da Insolvência*, pp. 310 ss.

⁹³⁶ Cf. ASSUNÇÃO CRISTAS, “Exoneração do devedor pelo passivo restante”, pp. 176 ss., que configura esta como uma cessão judicial de créditos, atenta, designadamente, a ausência de declaração negocial emitida quer pelo cedente — o devedor —, quer pelo cessionário — o fiduciário; e CARVALHO FERNANDES/J. LABAREDA, *Código da Insolvência*, pp. 786 ss. Como se disse na nota anterior, também MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, pp. 310 ss., veio a aderir a esta posição, notando tratar-se de uma cessão de bens ou créditos futuros, determinada por decisão judicial, “o que implica que sejam aplicados neste caso os arts. 577 ss.º CC”.

⁹³⁷ Cf., detalhadamente, CARVALHO FERNANDES/J. LABAREDA, *Código da Insolvência*, pp. 789 ss.

⁹³⁸ Cf., por exemplo, HENSSLER, “Treuhändgeschäft”, p. 37; BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 41. Sem prejuízo desta identidade quanto aos efeitos da concessão do pedido de exoneração do passivo restante, é interessante notar que o direito português se afastou do germânico num aspeto relevante, e que tem impacto na qualificação

II. Assim sendo, é inequívoca a consagração, neste procedimento especial, de uma verdadeira relação de natureza fiduciária, em que um sujeito — o fiduciário designado pelo tribunal — assume a titularidade de um conjunto de direitos patrimoniais que se encontram, porém, destinados à satisfação das pretensões creditícias dos credores da insolvência⁹³⁹. Dito de outro modo, uma vez eficaz a cessão, os direitos em questão passam a integrar a esfera de titularidade do fiduciário, incidindo sobre aquele acervo um *vínculo de afetação funcional*⁹⁴⁰ relacionado com os fins deste particular procedimento insolvencial. Aqueles direitos, apesar de na esfera do fiduciário, não estão ao serviço dos seus interesses idiossincráticos, mas antes funcionalmente destinados à prossecução de interesses alheios⁹⁴¹. Não obstante, é pouco regulada esta particular relação jurídica; este silêncio normativo é, de resto, talvez dos aspetos mais assinaláveis deste novo regime.

Certo que a *relação interna* — *i.e.*, entre fiduciário e fiduciante(s) — é objeto de regras específicas, numa disciplina aliás de índole marcadamente fiduciária⁹⁴²: em primeiro plano, surge um dever de segregação do acervo patrimonial cedido pelo devedor na esfera

do tipo de cessão em questão. Na realidade, ao contrário do que sucede no direito português — em que a lei associa a cessão ao despacho inicial proferido pelo tribunal —, no direito alemão é o próprio pedido formulado pelo devedor que contém uma declaração de cessão de bens a um fiduciário designado em benefício dos credores — cf. §282.2 InsO; notando precisamente que a posição jurídica do fiduciário não resulta, ao contrário do que sucede com o administrador da insolvência, diretamente de uma determinação judicial, mas antes de um ato de direito privado do devedor, apesar de o fiduciário ser de nomeação pública, LÖHNIG, *Treuhand*, p. 776.

⁹³⁹ Assim, ASSUNÇÃO CRISTAS, “Exoneração do devedor pelo passivo restante”, pp. 178-180, rejeitando que o fiduciário atue, *ex lege*, na qualidade de administrador do património e configurando-o antes como efetivo titular dos rendimentos cedidos. Modificando a posição anteriormente defendida, MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, p. 312, conclui que o fiduciário adquire a propriedade do rendimento disponível objeto da cessão, na qualidade de um *proprietário fiduciário*. Na literatura jurídica alemã, é absolutamente unânime o reconhecimento de uma *gesetzlich geregelt Treuhandverhältnis* — cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 41; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 37; LÖHNIG, *Treuhand*, p. 771; K. SCHMIDT, *Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung*, §771, p. 1503; DÖBEREINER, *Die Restschuldbefreiung*, p. 342; TEBBEN, *Unterbeteiligung*, p. 299.

⁹⁴⁰ LÖHNIG, *Treuhand*, p. 776, refere a “*besondere Zweckbestimmung*” do património cedido ao fiduciário.

⁹⁴¹ Na literatura jurídica germânica, discute-se depois a natureza peculiar desta relação fiduciária, atenta a existência de diferentes tipos de beneficiários, ou fiduciantes; LÖHNIG, *Treuhand*, p. 777, por exemplo, entende que tanto o devedor como os credores do processo assumem a posição de fiduciante, ao passo que para DÖBEREINER, *Die Restschuldbefreiung*, p. 342, essa posição é assumida primacialmente apenas pelos credores.

⁹⁴² Na verdade, é manifesta a proximidade funcional entre estas regras e alguns dos deveres impostos por lei ao mandatário, designadamente no quadro do mandato sem representação. Pense-se, por exemplo, na obrigação genérica de prestação de informação (cf. art. 1161.º-b), no dever de informar com prontidão, a execução do mandato ou, se o não tiver executado, a razão por que assim procedeu (cf. art. 1161.º-c), ou o dever de prestação de contas (cf. art. 1161.º-c). A assinalada proximidade é reconhecida, na literatura alemã, por LÖHNIG, *Treuhand*, p. 772, que vê nestes deveres específicos impostos ao fiduciário uma concretização dos deveres consagrados no §666 BGB.

jurídica do fiduciário⁹⁴³. Além deste, são impostas obrigações de fiscalização do cumprimento, pelo devedor, das obrigações que sobre ele impendem, bem como de informação e prestação de contas⁹⁴⁴. Do que se trata, como é típico do conteúdo normativo das relações fiduciárias, é assegurar um alinhamento entre a conduta do fiduciário, titular em nome próprio dos direitos em questão, e o interesse cuja prossecução este deve assegurar. Já não é assim, contudo, a respeito da dimensão externa desta relação fiduciária e, especificamente, a respeito do problema — que não pode ser ignorado — do potencial acesso pelos credores gerais do fiduciário àquele acervo funcionalmente destinado à satisfação das responsabilidades do devedor no processo de insolvência. Na verdade, nada é dito na lei sobre este aspeto crucial de regime, não sendo de forma expressa reconhecida a *irresponsabilidade* daqueles bens pelas dívidas pessoais do fiduciário⁹⁴⁵.

Ora, sob pena de resultar desvirtuado o propósito deste instituto, não pode ser aceite uma solução que não passe pela insuscetibilidade de os credores gerais do fiduciário terem acesso, num cenário de execução singular como num de insolvência, ao património de que aquele é fiduciariamente titular no quadro do processo insolvencial⁹⁴⁶. Todo este regime da exoneração do passivo restante do devedor assenta precisamente num equilíbrio que, permitindo um extinção parcial das dívidas do sujeito insolvente, compensa os credores através do acesso a um *património futuro*. Se os bens cedidos ao fiduciário fossem expostos

⁹⁴³ Cf. art. 241.º/2 CIRE, nos termos do qual o fiduciário mantém em separado do seu património pessoal todas as quantias provenientes de rendimentos cedidos pelo devedor. Idêntica obrigação vale no direito alemão; cf., por todos, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 41.

⁹⁴⁴ Cf. art. 241.º/3 e 241.º/2, ambos do CIRE.

⁹⁴⁵ Não invalida o que se acabou de dizer o dever de segregação imposto ao fiduciário, a que atrás se fez referência (cf. art. 242.º/2 CIRE); do que aí se trata é, na verdade, disso mesmo, *i.e.* da imposição de um dever — que se materializa num *procedimento* que o fiduciário deve seguir, sob pena de os seus bens poderem responder pelas dívidas da insolvência —, e não do exposto reconhecimento de um efeito de separação patrimonial, e consequente constituição, na esfera do fiduciário, de duas massas patrimoniais distintas; quanto a este, reitera-se, a lei nada diz expressamente. Também não colide com o que se diz o disposto no art. 242.º CIRE, que na verdade vem determinar a insuscetibilidade de execuções sobre outros bens do devedor que permaneçam na sua esfera, e não sobre aqueles que hajam sido transferidos para o fiduciário; como resulta desta norma, trata-se aqui de assegurar a igualdade entre os diversos credores do devedor da insolvência, não se tratando do potencial conflito com credores do fiduciário.

⁹⁴⁶ Cf. MENEZES LEITÃO, *Código da Insolvência*, p. 242, sem oferecer justificação detalhada, refere que apesar de a lei considerar o fiduciário como titular dos rendimentos, eles ficam segregados do seu património pessoal; no comentário ao art. 242.º, por sua vez, refere a autonomia patrimonial instituída em relação à cessão dos rendimentos do devedor. Em sentido inverso, CARVALHO FERNANDES/J. LABAREDA, *Código da Insolvência*, p. 794, notam não existir um património autónomo em sentido próprio, visto que os rendimentos recebidos pelo fiduciário não lhe pertencem, sendo-lhe *entregue em confiança*, em rota para quem, em definitivo, a eles tem direito. Como se adivinha, não se segue este último entendimento, que não apenas parece contraditório com a conclusão, a que os autores chegam, de que este regime assenta numa efetiva cessão dos rendimentos para o fiduciário, mas essencialmente porque ele remete para uma ideia de *entrega em confiança* cuja validade dogmática não é, de todo, apreensível.

ao risco de agressão por parte dos credores deste, seria afetado aquele equilíbrio, em manifesta violação da razão de ser do instituto.

Uma vez mais serve um olhar sobre a doutrina germânica, onde a lei é também silenciosa quanto ao (expresso) reconhecimento de um património fiduciário separado. Não obstante, a doutrina é unânime na resposta ao problema: uma vez transferidos para a esfera do fiduciário, os bens cedidos pelo devedor e destinados à satisfação das dívidas dos credores da insolvência, tanto estes credores como também o devedor beneficiam de um direito de oposição à respetiva penhora pelos credores gerais do fiduciário, como de um direito de separação num contexto de insolvência deste⁹⁴⁷. Se assim não fosse, os credores do processo da insolvência seriam expostos a um risco de desvio inadmissível do património destinado à satisfação das suas pretensões⁹⁴⁸. A mesma solução deve, sem grandes hesitações, valer no direito português: a cessão operada por efeito do art. 239.º/2 CIRE tem como efeito a constituição, na esfera do fiduciário, de um acervo patrimonial separado, funcionalmente destinado a um fim (neste caso, pré-determinado pela lei) e que responde apenas pelas dívidas que constituem o objeto do processo de insolvência, não podendo a ele ter acesso os credores do fiduciário⁹⁴⁹.

III. Tratando-se de um regime previsto no quadro específico dos processos de insolvência, é impossível não extrair dele, e em particular do assinalado silêncio da lei a respeito do imperativo efeito de separação patrimonial na esfera do fiduciário, importantes consequências para a dogmática geral da responsabilidade patrimonial e dos patrimónios autónomos⁹⁵⁰. Acima de tudo, e em poucas palavras, releva o facto de a lei ter regulado,

⁹⁴⁷ Neste sentido, HENSSLER, “Treuhandschaft”, p. 51; BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 41; LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 773 ss.; K. SCHMIDT, *Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung*, §771, p. 1503; DÖBEREINER, *Die Restschuldbefreiung*, pp. 342 ss.; TEBBEN, *Unterbeteiligung*, p. 299.

⁹⁴⁸ Cf. LÖHNIG, *Treuhand*, p. 773.

⁹⁴⁹ Refira-se, de resto, que esta separação patrimonial tem ainda como efeito a proibição de compensação pelos credores do fiduciário cujo resultado seja o de extinguir créditos de que este seja titular fiduciário por conta dos credores da insolvência através de dívidas pessoais do fiduciário; assim, na literatura alemã, LÖHNIG, *Treuhand*, p. 773.

⁹⁵⁰ Na doutrina germânica, foi amplamente assinalada a projeção deste regime na dogmática geral do negócio fiduciário e, reflexamente, do património. Para muitos autores, tratou-se de (mais) uma manifestação de uma tendência normativa, patente noutros quadrantes do ordenamento, de associar a constituição de uma relação fiduciária ao reconhecimento de um património separado na esfera do fiduciário (cf., por exemplo, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 41). Por outro lado, a doutrina encontrou neste regime uma renúncia ao *Unmittelbarkeitsprinzip* (cf. §3.1), uma vez que a criação de um património fiduciário merecedor de tutela na insolvência do fiduciário deixa de estar dependente da existência de uma prévia transmissão do bem fiduciário diretamente do fiduciante para o fiduciário (afirmam esta renúncia ao princípio da imediação, procurando dela

neste domínio, *assumindo* e não *construindo*. Tratando-se de uma titularidade de direitos patrimoniais em nome próprio, mas gravada pela prossecução de um interesse alheio — em suma, de uma titularidade fiduciária —, a lei simplesmente pressupõe a valência de uma coordenada geral, por certo ancorada no art. 1184.º, que determina nesses casos de *destinação funcional* a separação de massas patrimoniais. Ao contrário do que sucede noutros casos de regulação expressa de relações de tipo fiduciário — como no fideicomisso, por exemplo —, este regime do fiduciário no âmbito da exoneração do passivo restante não é apenas relevante por consubstanciar mais uma manifestação da associação constante e consistente — que tem vindo a ser sugerida ao longo destas páginas — entre a impressão de vínculos de afetação funcional e o reconhecimento de um efeito de separação patrimonial. Mais do que isso, releva aqui a circunstância de que a esse resultado se chegou sem a necessidade de consagração expressa de um tal efeito legal, mas apenas mediante um seu reconhecimento tácito. Donde a inevitável inferência — que mais à frente será explorada, mas que não pode deixar de ser ancorada no atrás descrito regime do mandato sem representação — segundo a qual vale no nosso direito, afinal, o reconhecimento generalizado de um efeito de separação patrimonial nas relações jurídicas fiduciárias⁹⁵¹.

extrair consequências válidas para a dogmática geral do negócio fiduciário, por exemplo, HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, pp. 57 e 59; BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 41; TEBBEN, *Unterbeteiligung*, p. 299; DÖBEREINER, *Die Restschuldbefreiung*, p. 344). Seguramente o autor que levou mais longe este esforço de generalização do alcance do instituto foi LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 773 ss., que assenta de forma decisiva a construção por si proposta justamente no regime da *Rechtschuldbefreiung*, em particular na relação fiduciária criada a partir do §292 InsO. Em síntese, entende o autor que, ao contrário do que sucede noutros tipos de relações fiduciárias especificamente tratadas na lei, que são objeto de regulação detalhada porque são enquadradas como exceções, tal não sucede no âmbito §292 InsO, que assentaria num modelo geral de atuação fiduciária. Para LÖHNIG, *Treuhand*, p. 776, o legislador da InsO simplesmente assume que a existência de um património autónomo resulta da dogmática vigente. Seguindo por um cuidado percurso metodológico, em que é dada atenção à relação entre direito geral e direito especial, o autor conclui que, em grande parte em resultado da influência das correntes doutrinárias que há décadas defendiam a qualificação do bem fiduciário como um património autónomo — e, em particular, pelo modelo apresentado por COING — se deu uma significativa evolução no direito positivo germânico, passando a ser reconhecido genericamente um efeito de separação patrimonial nas relações jurídicas fiduciárias (cf. pp. 777-778). Esta evolução resultaria da circunstância de o legislador do InsO ter simplesmente assumido a constituição, na esfera do fiduciário, de um património separado, sem necessidade de, para esse fim, consagrar uma regra expressa; nas suas palavras, e ao contrário do que sucedia noutras leis especiais, este efeito surge *evidente* (*selbstverständlich* — *id.*, p. 775). Decisivo para a constituição do património separado é, antes, a sua determinabilidade (*Bestimmbarkeit*), mas, acima de tudo, a sua afetação a um objetivo particular; este *gesondert Zweck des Vermögens* seria, para LÖHNIG, o verdadeiro critério de reconhecimento de um efeito de separação patrimonial.

⁹⁵¹ O que se acaba de concluir permite, voltando ao início, olhar para o regime geral da cessão de bens a credores previsto no Código Civil de outra forma, concebendo-a não como uma transmissão de poderes — efeito de contornos um pouco fluidos, que em grande medida explicam o escasso alcance prático da figura —, mas como uma efetiva transmissão fiduciária daqueles direitos em benefício dos credores (assim, I. GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos*, p. 194). São conhecidas na nossa doutrina posições que encontram neste instituto uma modalidade peculiar do mandato sem representação para alienar, no interesse comum de ambas as partes (cf. MENEZES LEITÃO, *A cessão de bens aos credores*, pp. 62 ss., e *Direito das Obrigações*, II; J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato*, pp. 175 ss.; e ROMANO MARTINEZ/FUZETA DA PONTE, *Garantias*, p. 54), qualificação com a

5.5 Regimes especiais de separação de bens da massa insolvente: a *desconsideração* da propriedade instrumental e funcionalizada do vendedor sob reserva e do locador financeiro

I. O tema da eficácia da cláusula de reserva de propriedade num processo de insolvência, como o tema da eficácia, também nesse cenário, do arranjo contratual que, na locação financeira, prevê sob determinados condicionalismos a transmissão da propriedade do bem locado para o locatário no final do contrato foram já (e permanecem) objeto de atenta análise por parte da doutrina e jurisprudência nacionais. São-no, porém, quase sempre na perspetiva da insolvência do comprador ou do locatário — talvez a situação mais comum no tráfego —, a fim de determinar, nessa eventualidade, os termos e limites da oponibilidade daquelas cláusulas particulares aos demais credores do insolvente. Invertendo o prisma da análise, e olhando antes para a situação — também ela objeto de regulação expressa na nossa lei (cf. art. 104.º CIRE) — em que é insolvente o vendedor sob reserva ou o locador financeiro, torna-se possível extrair de regras especificamente previstas para o processo insolvencial um conjunto adicional de dados normativos relevantes para esta indagação sistemática em curso. As próximas linhas serão dedicadas a uma análise sumária destes regimes particulares, os quais reforçam, em linha com o que vem sendo demonstrado, a *fragilidade* de uma abordagem do quadro normativo da responsabilidade patrimonial assente exclusivamente numa consideração *estática* da esfera de titularidade do devedor.

II. Em desvio ao postulado geral da transmissão imediata da propriedade por efeito do contrato⁹⁵², a cláusula de reserva de propriedade, admitida no art. 409.º/1, torna possível a celebração de um contrato de compra e venda em que o *alienante reserva para si a*

qual estou de acordo. A hipótese que, ao lado do caso tipicamente reconhecido nos arts. 831.º ss., parece poder ser aventada — e que sai reforçada quando é considerada a natureza da cessão de rendimentos prevista no regime especial do CIRE —, é a de uma efetiva transmissão dos bens para a esfera dos credores, concebida no quadro de um mandato para alienar ou, no caso de direitos de crédito, para cobrar, sendo nesse caso aplicável o disposto no art. 1184.º.

⁹⁵² Cf. art. 408/1. É vastíssima e não pode ser aqui citada de forma exaustiva a literatura sobre a vigência deste princípio consensualista no nosso direito; veja-se, a título exemplificativo, RAÚL VENTURA, *O contrato de compra e venda no Código Civil. Efeitos essenciais*, pp. 593 ss.; MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, pp. 21 ss.; para uma discussão atual sobre as eventuais exceções acolhidas entre nós àquele princípio, cf. ASSUNÇÃO CRISTAS/MARIANA GOUVEIA, “Transmissão de propriedade de coisas móveis e contrato de compra e venda”, pp. 49 ss.; P. DE ALBUQUERQUE, *Direito das Obrigações*, I-I, pp. 87 ss.

*propriedade da coisa até ao cumprimento total ou parcial das obrigações da outra parte ou até à verificação de qualquer outro evento*⁹⁵³. Ao contrário do que sucede noutros direitos, entre nós a reserva de propriedade não está limitada a uma função de garantia⁹⁵⁴; decorre de forma clara da parte final do art. 409.º/1 que aquele efeito transmissivo pode estar dependente de outro evento, que pode até ser um evento certo (um prazo, por exemplo)⁹⁵⁵. O caso socialmente paradigmático e mais relevante no tráfego é porém o da compra e venda a prestações com reserva de propriedade, em que, sendo a coisa entregue de imediato ao comprador, o pagamento cabal do preço constitui o evento condicionante da transmissão definitiva da propriedade⁹⁵⁶. Aqui, a manutenção da propriedade (ou, de forma mais abrangente, da titularidade do direito em questão) na esfera do vendedor serve uma *função de garantia* do cumprimento pontual das obrigações a que se encontra adstrito o comprador, que lhe permite não apenas a restituição do bem em caso de incumprimento, mas também a prevalência do seu direito de crédito sobre terceiros, designadamente outros credores do adquirente⁹⁵⁷.

⁹⁵³ Cf. art. 409.º/1; nos termos do n.º 2, a oponibilidade da reserva de propriedade relativamente a imóveis ou móveis sujeitos a registo está dependente de registo da cláusula. É abundante a literatura que, entre nós, se debruçou sobre venda com reserva de propriedade, não podendo ser aqui referida de forma exaustiva. O tema é tipicamente tratado nos manuais de direito de civil, designadamente: ANTUNES VARELA, *Direito das Obrigações*, I, pp. 304 ss.; MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, I, pp. 202 ss., e III, pp. 54 ss.; PINTO DUARTE, *Curso*, pp. 249 ss.; P. DE ALBUQUERQUE, *Direito das Obrigações*, I-I, pp. 91 ss. Um tratamento aprofundado do tema, que mantém plena atualidade e merece também referência especial, encontra-se nas monografias de A.M. PERALTA, *A posição jurídica do comprador na compra e venda com reserva de propriedade* e LIMA PINHEIRO, *A cláusula de reserva de propriedade*; para uma indicação bibliográfica exaustiva, incluindo de literatura estrangeira, cf. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 685, nota 1309. Especificamente sobre o problema da natureza da cláusula de reserva de propriedade, veja-se, por todos, MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, pp. 61 ss.

⁹⁵⁴ Veja-se o caso restritivo do direito italiano, que apenas admite a reserva de propriedade para a compra e venda de coisas móveis, transmitindo-se a propriedade com o pagamento da última prestação (cf. art. 1523 *codice*); sobre a figura, na literatura italiana, cf., por todos, cf. LUMINOSO, “Vendita”, pp. 633 ss.

⁹⁵⁵ Cf. RAÚL VENTURA, *O contrato de compra e venda*, pp. 615 ss.; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito civil — Reais*, p. 461. Mais recentemente, notando a latitude considerável que o art. 409.º consagra, N. AURELIANO, *O Risco nos Contratos de Alienação*, p. 344.

⁹⁵⁶ Neste sentido, por todos, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 689, que apresenta uma análise ampla do regime aplicável a esta modalidade da compra e venda, de resto ancorado em normas legais específicas (cf. arts. 934.º e 935.º). Na jurisprudência, a reserva de propriedade é igualmente aproximada da figura da alienação em garantia — cf., por exemplo, o Ac. da RL, de 04/07/2007 (SALAZAR CASANOVA). Na literatura germânica, K. SCHMIDT, *Handelsrecht*, pp. 867 ss., descreve também o caso paradigmático das vendas comerciais em cadeia, nas quais o risco de incumprimento pelo comprador final é suportado não pelo intermediário mas pelo adquirente.

⁹⁵⁷ Esta função de garantia da cláusula de reserva de propriedade é reconhecida por LIMA PINHEIRO, *A cláusula de reserva de propriedade*, pp. 93 ss.; MENEZES LEITÃO, *Garantias*, pp. 267 ss.; PINTO DUARTE, *Curso de Direitos Reais*, p. 252; e C. MONTEIRO PIRES, *Alienação em Garantia*, p. 151, autora que dá nota do acolhimento desta perspetiva também na jurisprudência, especificamente no Acórdão de Uniformização de Jurisprudência do STJ n.º 10/2008. Para uma descrição completa do quadro de proteção do vendedor sob reserva — perspetiva que, sendo tratada na doutrina, não é a que aqui interessa —, veja-se a síntese de PESTANA DE

Já do prisma do comprador sob reserva, aquele que aqui mais interessa, é dominante o entendimento de que a sua posição, para além de integrar um direito de gozo genérico decorrente da posse em nome próprio⁹⁵⁸, consubstancia uma *expetativa real de aquisição* do bem objeto do contrato⁹⁵⁹, porque dotada de inerência e sequela e, portanto, oponível a terceiros⁹⁶⁰. Além disso, é aceite que aquele efeito translativo se dá automaticamente com a verificação do evento condicionante, prescindindo de nova manifestação de vontade do vendedor⁹⁶¹. Consequência disso mesmo, tendo em conta a disponibilidade de fruição do bem reconhecida ao adquirente — e, portanto, no quadro de uma aproximação da hipótese paradigmática de utilização da reserva de propriedade ao campo dogmático das garantias —, vai sendo progressivamente aceite que o risco de perecimento do bem, dando-se a tradição no momento da celebração do contrato, é logo transferido para o comprador, *i.e.* antes da verificação do evento condicionante e consequente transmissão definitiva da propriedade⁹⁶².

Servem estas breves notas, compreensivelmente parcelares e sumárias, sobre o regime da reserva de propriedade e, em particular, sobre a posição em que se encontra investido o comprador sob reserva para enquadrar o disposto no art. 104.º/1 CIRE, previsto no quadro dos efeitos da insolvência nos negócios jurídicos em curso em que é parte o sujeito insolvente⁹⁶³. Nos termos deste preceito, sendo declarada a insolvência do vendedor sob reserva, o comprador poderá *exigir o cumprimento do contrato se a coisa já lhe tiver sido entregue na data da declaração da insolvência*. É perceptível o alcance desta disciplina: não obstante a *propriedade* do bem em causa permanecer na esfera do insolvente, uma vez que

VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 691 ss., e *Direito das Garantias*, pp. 358 ss., com referências bibliográficas, nacionais e estrangeiras.

⁹⁵⁸ Cf. RAÚL VENTURA, “O contrato de compra e venda no Código Civil. Efeitos essenciais”, p. 610.

⁹⁵⁹ É esta a posição de A.M. PERALTA, *A posição jurídica do comprador*, pp. 161 ss.; LIMA PINHEIRO, *A cláusula de reserva de propriedade*, pp. 45 ss.

⁹⁶⁰ Nos casos previstos no n.º 2 do art. 409.º, apenas se cumpridas as exigências registais.

⁹⁶¹ Daí que se diga que na esfera jurídica do comprador é discernível “*uma situação jurídica patrimonial actual*”, dotada de inerência e sequela (cf. A.M. PERALTA, *A posição jurídica do comprador*, p. 161 e p. 165).

⁹⁶² Neste sentido, N. AURELIANO, *O Risco nos Contratos de Alienação*, pp. 352-353; também, MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, p. 64; PINTO OLIVEIRA, *Contrato de Compra e Venda*, p. 65; ASSUNÇÃO CRISTAS/MARIANA GOUVEIA, “Transmissão de propriedade”, p. 84; PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das garantias*, pp. 373 ss.

⁹⁶³ Sobre este preceito, veja-se OLIVEIRA ASCENSÃO, “Insolvência: efeitos sobre os negócios em curso”, p. 153. Reitero não relevar aqui o cenário da insolvência do comprador e, aí, o tema da oponibilidade aos demais credores da cláusula de reserva de propriedade; como se já disse, é abundante a literatura que, para o direito vigente como para o pregresso, versou o assunto. A este respeito, pela sua atualidade e completude, merece referência o tratamento oferecido ao assunto por PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das garantias*, pp. 384 ss.

não se verificou ainda o evento condicionante do efeito translativo, é permitido ao comprador, conquanto cumpra as obrigações a que se encontra ainda adstrito, exigir o cumprimento cabal do contrato de compra e venda, assegurando a aquisição *formal* daquele bem. É por esta via atribuído ao comprador sob reserva um peculiar *direito de separação* do bem objeto do contrato, que deixa assim de integrar a massa insolvente do alienante⁹⁶⁴.

Certo que, como atrás se disse, é tipicamente reconhecida na esfera do adquirente uma expectativa real de aquisição. Não parece, porém, que este especial regime de proteção do adquirente previsto na lei insolvencial se funde tanto no reconhecimento de uma direito real de aquisição — ou, por esta via, na qualificação deste como um verdadeiro *credor garantido* (cf. art. 46.º/4 CIRE) —, quanto na natureza *instrumental e funcionalizada* que reveste a propriedade (ainda) reconhecida ao alienante. É, com efeito, a valorização da *função de garantia* que serve a reserva de propriedade — e que retira ao alienante, e ainda proprietário, qualquer prerrogativa de fruição do bem ou aproveitamento das suas utilidades, que cabem integralmente ao adquirente, pelo menos enquanto este for cumprindo as obrigações a que se encontra adstrito — que, de um prisma teleológico, justifica este regime de proteção conferido a um sujeito que não é ainda proprietário, removendo da massa da insolvência um bem que integra ainda a esfera de titularidade do devedor⁹⁶⁵. E, uma vez mais, releva a circunstância de o quadro legal ser sensível à particular alocação do risco de perecimento da coisa, não permitindo que um acervo patrimonial responda pelas dívidas de um sujeito a quem não cabe já suportar as perdas causadas pela respetiva destruição ou desvalorização⁹⁶⁶.

⁹⁶⁴ Acerca desta tutela do comprador sob reserva no direito alemão, fundada na natureza fiduciária (*fiducia cum creditorum*) da titularidade em que permanece investido o vendedor sob reserva, atenta a estrita função de garantia que o bem serve no seu património, cf. BITTER, *Rechträgerschaft*, pp. 334 ss., expressamente notando que uma tal tutela apresenta contornos materialmente idênticos tanto num cenário de insolvência do vendedor como no de penhora do bem objeto da reserva de propriedade; no mesmo sentido, também GAUL, “Neuere ‘Verdinglichungs’”, pp. 147 ss.

⁹⁶⁵ Neste sentido, MENEZES LEITÃO, *Código da Insolvência*, p. 143; C. MONTEIRO PIRES, *Alienação em Garantia*, pp. 151 ss. Também PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 241, nota 517, encontra aqui uma “intenção da lei tutelar a posição da contraparte do contraente/insolvente que seja titular de um direito com função de garantia”. Refira-se, de resto, ser já significativa a corrente que, na doutrina, sustenta que o comprador sob reserva deve ser igualmente tutelado num cenário de penhora do bem alienado por outro credor do vendedor, podendo nesse caso deduzir embargos de terceiro, por ser titular de um direito incompatível com o daquele(s) credor(es) — cf. art. 351.º CPC; neste sentido, MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, p. 59, e *Garantias*, p. 265; TEIXEIRA DE SOUSA, *Ação executiva singular*, pp. 308-309.

⁹⁶⁶ Na literatura alemã, escrevendo a respeito do §107 InsO, que como inspirou o nosso art. 104.º CIRE, chega a conclusão próxima BITTER, *Rechträgerschaft*, pp. 336-337.

Em suma, e sem prejuízo da possibilidade de aplicar por analogia o regime decorrente do art. 1184.^o às situações de titularidade fiduciária com fins de garantia, o que resulta claro desta disposição é a desconsideração, na determinação da esfera de garantia do comprador sob reserva (e insolvente), de uma situação de titularidade funcionalizada a um fim limitado de garantia, que não corresponde, portanto, a um efetivo acréscimo patrimonial para o sujeito insolvente e que não deve, por isso, ser colocada à disposição dos seus credores gerais, sob pena de estes saírem injustificadamente beneficiados. A este resultado só se chega, porém, porque o direito posto não se basta com uma perspectiva estática e formal no processo de determinação da massa insolvente, sendo antes sensível a ponderações de natureza funcional. Reforça a relevância inequívoca destes dados normativos para uma indagação sistemática do regime da responsabilidade patrimonial a circunstância de, como se começou por dizer, a reserva de propriedade ser entre nós consagrada em termos bastante amplos, permitindo a sua utilização no quadro da prossecução dos mais variados objetivos⁹⁶⁷.

III. Isto que se acaba de sustentar, e que assenta o especial regime previsto no art. 104.^o/1 CIRE na valorização da peculiar *situação proprietária* em que está investido o vendedor/insolvente, torna-se ainda mais evidente quando se atenta que tal regime é reproduzido *mutatis mutandis* no quadro da insolvência do locador na locação financeira. São, na realidade, inequívocas as proximidades funcionais entre a situação jurídica em que fica investido vendedor sob reserva no caso paradigmático que se analisou e aquela em que,

⁹⁶⁷ Não se limitam às descritas no texto as disposições legais previstas para um contexto insolvencial destinadas a excluir da massa insolvente os bens que, encontrando-se na esfera de titularidade do devedor comum, estão também gravados por um vínculo de destinação com escopo de garantia. Efeito análogo resulta do art. 18.^o do DL n.^o 105/2004, de 8 de Maio, relativo aos contratos de garantia financeira, nos termos do qual: *em situação de abertura ou prossecução de um processo de liquidação ou de adopção de medidas de saneamento relativas ao prestador ou ao beneficiário da garantia, os contratos de garantia financeira produzem efeitos nas condições e segundo os termos convencionados pelas partes*. É claro o propósito deste enunciado: assegurar o isolamento do contrato de garantia — i.e. do seu conteúdo característico e da sua devida execução — dos efeitos potencialmente prejudiciais da insolvência ou do prestador da garantia, ou do beneficiário da mesma. Interessa aqui focar, em coerência, a segunda hipótese, e especificamente no caso da alienação em garantia. Neste cenário, o aludido preceito não poderá deixar de ser interpretado no sentido de conferir ao prestador da garantia um *direito de retirada* do objeto dado em garantia. Certo que o alcance normativo deste regime a isso não se limita; mas é também inequívoco que apenas com a exclusão do bem alienado em garantia da massa insolvente do beneficiário — e assumindo que não se verifica uma situação de incumprimento da parte do prestador — se assegura que o contrato de garantia financeira *produz os seus efeitos nas condições e nos termos convencionados pelas partes*. Em concreto, só dessa forma é assegurada a restituição ao prestador do objeto desta garantia, uma vez cumpridas pontualmente as obrigações garantidas. Em suma, também aqui é confirmada uma coordenada normativa geral que impõe a exclusão da garantia geral do devedor daqueles bens cuja propriedade é instrumental a um escopo determinado e não constitui para este, em consequência, um verdadeiro acréscimo patrimonial.

por seu turno, fica investido o locador no quadro da locação financeira. Este tipo contratual, de resto nominado e típico⁹⁶⁸, foi definido entre nós nos seguintes termos: a locação financeira é o *contrato pelo qual uma das partes (locador) se obriga, mediante remuneração, a ceder à outra (locatário) o gozo temporário de uma coisa, móvel ou imóvel, adquirida para o efeito pelo primeiro a um terceiro (fornecedor), ficando o último investido no direito de a adquirir em prazo e por preço determinado*⁹⁶⁹. Decomposta a figura, emergem desta definição — aliás próxima da legal⁹⁷⁰ — três qualidades centrais⁹⁷¹: a obrigação do locador de adquirir o bem a terceiro e conceder o respetivo gozo temporário ao locatário⁹⁷²; a obrigação de amortizar o financiamento e remunerar o locatário pela disponibilidade do mesmo; e o reconhecimento ao locatário de um direito de adquirir o bem nos termos acordados, pelo valor residual estipulado no contrato. Assim descrita, é evidente a função de financiamento que serve a locação financeira, permitindo ao locatário, contra remuneração, a fruição imediata de um bem sem para tal realizar o respetivo investimento, e assegurando um direito de aquisição daquele bem no final da relação contratual⁹⁷³.

Neste quadro, é também inequívoco que a posição de proprietário do bem locado em que, ao longo da relação contratual, fica investido o locador serve exclusivamente um propósito de garantia do cumprimento das obrigações assumidas pelo locatário⁹⁷⁴. Trata-se, por outras palavras, de uma propriedade *instrumental*, porque dirigida àquele fim de garantia, não assegurando o aproveitamento de quaisquer utilidades do bem em causa⁹⁷⁵; e

⁹⁶⁸ Previsto e regulado no Decreto-Lei n.º 149/95, de 24 de Junho, tal como alterado pelo Decreto-lei n.º 265/97, de 2 de Outubro, e pelo Decreto-Lei n.º 285/2001, de 3 de Novembro; releva também o Decreto-Lei n.º 72/95, de 15 de Novembro, este respeitante às sociedades de locação financeira.

⁹⁶⁹ Assim, ENGRÁCIA ANTUNES, *Direito dos contratos comerciais*, pp. 516-517. É vasta a literatura nacional que estudou esta figura contratual; para além da obra já citada, veja-se, designadamente, PINTO DUARTE, *Escritos sobre “Leasing” e “Factoring”*; GRAVATO MORAIS, *Manual da Locação Financeira*; MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, pp. 671 ss.; especificamente sobre a locação financeira de ações, cf. M. COSTA ANDRADE, *A Locação Financeira de Acções*.

⁹⁷⁰ Cf. art. 1.º do Decreto-Lei n.º 149/95, de 24 de Junho.

⁹⁷¹ Em sentido próximo, por exemplo, FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos*, II, p. 192.

⁹⁷² Daí a estrutura trilateral por vezes apontada na literatura à figura da locação financeira — cf. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 275. É também tratada na nossa doutrina uma modalidade atípica desta figura contratual, conhecida como a locação financeira restitutiva (*sale & lease-back*), no âmbito da qual é o proprietário do bem que o vende a uma instituição financeira, mantendo, porém, o gozo do mesmo no quadro de um contrato de locação financeira; sobre a figura, cf., para além das obras já citadas, PINTO DUARTE, “Quinze anos de leis sobre leasing” (*Escritos sobre “Leasing” e “Factoring”*), p. 180; REMÉDIO MARQUES, “Locação financeira restitutiva (*sale and lease-back*) e a proibição de pactos comissórios”, pp. 589 ss.

⁹⁷³ Cf., por todos, MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, pp. 671 ss.

⁹⁷⁴ Por todos, PINTO DUARTE, *Curso de Direitos Reais*, pp. 248 ss.

⁹⁷⁵ Cf. PINTO DUARTE, “A locação financeira”, p. 73, notando que “do ponto de vista económico o domínio da coisa, tendencialmente por todo o seu período de vida útil, pertence ao locatário”. Como assinala bem

de uma propriedade por princípio *temporária*, porquanto pressupõe o exercício, pelo locatário, da opção de compra daquele bem nos termos acordados. Já do prisma do locatário, a sua posição jurídica integra um direito de crédito à fruição do bem locado durante a vida do contrato de locação financeira, bem como um direito de crédito a adquirir aquele bem. Traço característico desta sua posição jurídica é, ainda, a circunstância de correr por conta do locatário o risco de desvalorização ou perecimento do bem locado, o que significa que, por exemplo num cenário de perda total do mesmo, não caberá ao locador o dever de conceder o uso de um novo bem ao locatário⁹⁷⁶. Sendo titular, nos termos descritos, de uma expectativa jurídica à aquisição do bem locado, não se poderá já falar aqui, todavia, de uma expectativa real de aquisição, oponível a terceiros⁹⁷⁷. Por fim, e em particular atenta aquela natureza *funcionalizada* da titularidade do locador, é tipicamente apontada na literatura o cariz fiduciário (na modalidade *fiducia cum creditorum*) da estrutura jurídica que subjaz à locação financeira⁹⁷⁸.

Assim enquadrada a figura, é tempo de olhar para o especial regime de proteção do locatário previsto na lei da insolvência para a hipótese da insolvência do locador⁹⁷⁹. Vale aqui o art. 104.º/2 CIRE que, de forma paralela ao que é consagrado para a insolvência do vendedor sob reserva⁹⁸⁰, estatui que, em caso de insolvência do locador, é permitido ao locatário a quem a coisa tenha sido entregue exigir, desde que cumpra pontualmente as suas

PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 279, é esta natureza instrumental da propriedade do locador financeiro que justifica um conjunto de soluções normativas acolhidas no Decreto-Lei n.º 149/95, de 24 de Junho, e que, em síntese, o desoneram dos riscos e responsabilidades tipicamente inerentes à posição jurídica de proprietário. Veja-se, a este respeito, o disposto no art. 12.º daquele diploma, que dispõe que o locador não responde por regra pelos vícios da coisa ou pela sua inadequação face aos fins do contrato; ou, também, no disposto no art. 15.º, do qual resulta a alocação ao locatário do risco de deterioração ou perda da coisa.

⁹⁷⁶ Por todos, N. AURELIANO, *O Risco nos Contratos de Alienação*, pp. 449 ss., com abundantes indicações bibliográficas. Conclui o autor que “o art. 15.º do RLF [Decreto-Lei n.º 149/95, de 24 de Junho] atribui a perda patrimonial ao locatário em nome de uma consideração global da situação jurídica em análise e do interesse nesta prevalecente” (p. 453).

⁹⁷⁷ E isto mesmo que seja de acolher a construção proposta por FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos*, II, p. 193, segundo a qual “a configuração do direito de aquisição [do locatário] como um verdadeiro e próprio direito potestativo de opção parece mais consistente com o restante regime [da locação financeira](...)”.

⁹⁷⁸ Na literatura alemã, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 343; K. SCHMIDT, *Handelsrecht*, p. 997. Entre nós, neste sentido, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 291 ss., entendendo, designadamente, ser impenhorável o bem locado pelos credores gerais do locador em virtude da aplicação analógica do art. 1184.º (p. 294).

⁹⁷⁹ Sobre o regime aplicável num cenário de insolvência do locatário, perspectiva que não é aquela que aqui interessa, cf. PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 754 ss.

⁹⁸⁰ Assinala a analogia entre as duas soluções, por exemplo, MENEZES LEITÃO, *Código da Insolvência*, p. 121. Sobre a tutela do locatário no direito alemão, justificada com base na *propriedade económica* do bem locado, veja-se BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 343 ss.

obrigações, o cumprimento do contrato, adquirindo a propriedade do bem locado. É uma vez mais a valorização da função de garantia que serve aquela propriedade do locatário que explica este regime, do qual resulta a remoção da esfera de garantia patrimonial do insolvente de um bem de que ele é ainda proprietário. E é de novo evidente a sensibilidade da lei à particular alocação do risco de perecimento do bem locado que caracteriza a locação financeira⁹⁸¹.

De resto, feito o confronto com a posição do comprador sob reserva, este direito de separação particular conferido ao locatário é ainda mais significativo, justamente porque assenta, em exclusivo, numa posição de natureza creditícia. Com efeito, ao contrário do que sucede no caso do comprador sob reserva, não há na esfera do locatário qualquer direito real de aquisição do bem locado, oponível a terceiros, mas tão só um direito de crédito a exercer perante o locador⁹⁸². Donde resulta, uma vez mais, que afinal também certas posições de natureza creditícia, que não apenas conferem o direito à fruição de um bem, mas também à sua aquisição em determinados termos — aqui a do locatário, como antes a do mandante —, relevam para a delimitação em concreto da esfera de garantia de um devedor insolvente, interferindo no funcionamento da regra paritária *par conditio creditorum* e fornecendo mais um exemplo de desconsideração, para este efeito limitado, de bens que se encontram na esfera de titularidade daquele devedor⁹⁸³.

⁹⁸¹ Na literatura germânica, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 345-346, radica justamente na alocação ao locatário do risco de perecimento do bem locado o fundamento para a tutela reconhecida num cenário de execução (singular ou coletiva) do património do locador pelos credores gerais deste.

⁹⁸² Entende que, sendo o bem locado penhorado por credores gerais do locador, poderá o locatário defender a sua expectativa jurídica de aquisição mediante dedução de embargos de terceiro, TEIXEIRA DE SOUSA, *Ação executiva singular*, p. 309.

⁹⁸³ Outra hipótese interessante e em que pode ser suscitada a aplicação (analogica) da ponderação normativa que subjaz a estes regimes previstos para a reserva de propriedade e a locação financeira é a da cessão financeira (*factoring*) imprópria, no cenário — menos tratado na literatura — de insolvência da instituição financeira. O problema é aqui o seguinte: como é sabido, na cessão financeira imprópria o risco de incumprimento dos créditos cedidos permanece suportado pelo credor, o que significa que, designadamente num cenário de insolvência do devedor, a instituição financeira cessionária ou não estará obrigada a entregar qualquer montante ao cedente, ou, tendo-o já feito, manterá sobre este um direito de regresso (sobre o contrato de cessão financeira e, em particular, sobre esta distinção entre o *factoring* próprio e impróprio, ENGRÁCIA ANTUNES, *Direito dos Contratos Comerciais*, pp. 520 ss.; MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, pp. 697 ss. — em especial, pp. 704-705). Significa isto que, nesta hipótese, os créditos integram a esfera do cessionário com uma função de garantia de uma obrigação assumida pelo cedente. Atenta esta função de garantia que os créditos servem na esfera do *factor*, parte significativa da doutrina alemã entende dever ser conferido ao cedente, num cenário de execução singular ou coletiva movida contra aquele, um direito de separação da carteira de créditos (assim, *Münchener Kommentar InsO (GANTER)*, pp. 1233 ss.; K. SCHMIDT, *Münchener Kommentar ZPO*, §771, p. 1506). A este respeito, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 350, nota a natureza fiduciária daquela titularidade reconhecida ao *factor*. Provavelmente a um mesmo resultado se poderá chegar para este cenário da insolvência do cessionário no *factoring* impróprio, no nosso direito, através de uma aplicação analógica do regime previsto no art. 104.º/1 CIRE, ao qual subjaz a *ratio* de excluir da massa insolvente do

5.6 Síntese intercalar: *património separado e património de afetação*; separação patrimonial e autonomia privada; a natureza da posição jurídica do beneficiário da separação

I. Chegados aqui, os resultados da exposição analítica que antecede constituem a *matéria-prima* necessária para proceder à proposta revisão crítica da dogmática prevalecente em tema de *património do devedor*. Isto com o propósito de confirmar a tese atrás sugerida, segundo a qual uma perspetiva sistemática do quadro que regula a responsabilidade patrimonial, por sua vez idónea para captar com clareza a teleologia das normas relevantes, revela afinal uma marcada *assimetria* entre o direito posto e o entendimento tradicional, que encontra na imputação subjetiva o método decisivo para a delimitação da esfera de responsabilidade do devedor e, conseqüentemente, *mistifica* os fenómenos de segregação patrimonial, catalogando-os de excecionais e extravagantes⁹⁸⁴. O caminho percorrido permite, neste momento, formular algumas conclusões intercalares, que atestam a relevância dos institutos e regimes descritos na identificação de um critério unificador do *património executável* que se afigure operativo e conforme ao direito positivo. Ficará decisivamente lançado o terreno para, depois, encontrar resposta para a questão central formulada: saber se e em que medida pode o negócio fiduciário gestório conduzir a um efeito de separação patrimonial, que legitime a tutela da posição patrimonial do fiduciante no conflito com os credores gerais do fiduciário.

II. Vimos no percurso juscomparativo como, em diferentes ordenamentos, a constatação da transversalidade dos fenómenos de separação patrimonial, espalhados por áreas nucleares do direito civil e comercial e patentes em institutos jurídicos modelares, foi apontada como evidência da necessidade de revisitar os velhos dogmas em que assentavam as conceções clássicas da responsabilidade patrimonial e, em particular, o postulado da

devedor aqueles bens que sirvam na sua esfera estritamente uma função de garantia, que não estejam por isso disponíveis para a promoção dos interesses idiossincráticos do seu titular e, ademais, cujo risco de perda (no caso, risco de incumprimento pelo devedor dos créditos cedidos) seja suportado por um terceiro (lembre-se, a este respeito, que a aplicação analógica do art. 104.º/1 foi já entre nós sustentada para, no quadro da cessão de créditos em garantia, assegurar um direito de separação ao cedente/fiduciante num cenário de insolvência do cessionário/fiduciário, por PESTANA DE VASCONCELOS, *A Cessão de Créditos em Garantia*, pp. 240 ss.; contra, PEREIRA DAS NEVES, *A Cessão de Créditos em Garantia*, p. 529, nota 1466, e, aparentemente, C. MONTEIRO PIRES, *Alienação em Garantia*, pp. 238 ss.).

⁹⁸⁴ Cf. §4.º.

suposta indivisibilidade do património⁹⁸⁵. A multiplicação, nos tempos recentes e um pouco por todo o lado, de figuras e regimes assentes precisamente na segregação patrimonial enquanto instrumento apto para a promoção e tutela de interesses num tráfego jurídico e económico cada vez mais complexo⁹⁸⁶, veio apenas reforçar a legitimidade de um esforço de atualização que, de resto, se encontrava já em curso com inequívoco impacto na dogmática atual⁹⁸⁷. Justamente a mesma abordagem metodológica e a mesma linha argumentativa devem, legitimamente, ser adotadas a respeito do direito português, onde é também patente a disseminação por diferentes quadrantes do ordenamento, aliás acelerada nos últimos anos⁹⁸⁸, de institutos e regimes assentes na segregação patrimonial. Evidência de um contexto normativo em evolução, progressivamente mais recetivo a mecanismos de limitação funcional da garantia patrimonial em resultado da consideração da natureza, fundamento e proveniência do direito de crédito, esse processo de disseminação dos fenómenos de segregação patrimonial, não pode deixar indiferentes as leituras doutrinárias do princípio da responsabilidade patrimonial construídas a partir do art. 601.^o⁹⁸⁹. Ainda mais quando uma tal tendência é afinal reconduzível a regimes com uma inquestionável vocação expansiva, aptos a regular a generalidade das situações jurídicas em que a

⁹⁸⁵ Cf. §3.^o.

⁹⁸⁶ Cf. NERI, *Il trust e la tutela del beneficiario*, pp. 106-107.

⁹⁸⁷ Sobre este processo de atualização, cf. §3.4.

⁹⁸⁸ Com razão, é apontado por alguns autores que este processo de profusão de manifestações de segregação patrimonial em diversos quadrantes do sistema jurídico, presente na generalidade das ordens jurídicas europeias, resultou também de impulsos europeus destinados precisamente a acentuar uma tendência de especialização da tutela do crédito (assim, por exemplo, G. DORIA, “Il Patrimonio finalizzato”, p. 493; ZOPPINI, “Autonomia e separazione del patrimonio”, p. 547). Exemplo disso mesmo é a já aludida 12.^a Diretiva em matéria de direito das sociedades, de 1989, destinada à limitação da responsabilidade patrimonial de um empresário individual e que, de resto, no seu art. 7.^o, conferia aos Estados Membros a possibilidade de esse objetivo operar por via de um modelo de segregação patrimonial sem personalidade jurídica autónoma.

⁹⁸⁹ A verdade é que uma tal abordagem sistemática dos fenómenos de segregação patrimonial presentes no direito português, ainda mais justificada à luz das evoluções recentes do ordenamento, está ausente na literatura especializada. Mesmo nos estudos mais recentes sobre as garantias especiais das obrigações, de que a separação patrimonial é considerada uma modalidade, tais fenómenos surgem sempre tratados de forma parcelar e independente, sem que a partir deles se procurem identificar coordenadas comuns e aptas para conduzir uma revisão da dogmática da responsabilidade patrimonial. Assim, veja-se, por exemplo, o recente estudo de PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das garantias*, pp. 542 ss., ou também o de MENEZES LEITÃO, *Garantias das obrigações*, pp. 295-296, que, apesar de qualificarem o bens do mandato como exemplo de um património separado, parecem não retirar daí fundamentos legitimadores de uma atualização das leituras tradicionais do art 601.^o. Algo de semelhante sucede na literatura que se vem debruçando nos últimos anos sobre o tema do negócio fiduciário, em particular com fins de garantia, em que nem mesmo a (inovadora) afirmação de uma tutela do fiduciante perante os credores gerais do fiduciário conduziu a um novo olhar sobre o quadro normativo da responsabilidade patrimonial (cf., por exemplo, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, e PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*).

titularidade surge associada — e instrumentalizada — a uma atividade de gestão (civil ou comercial) e em que é amplo o espaço de conformação deixado à autonomia privada⁹⁹⁰.

Contudo, mais do que esta consideração, digamos, *quantitativa*, o dado normativo nuclear que resulta da análise sistemática realizada é antes a circunstância de o reconhecimento destes fenómenos de segregação patrimonial seguir um padrão uniforme, designadamente no que diz respeito à sua *causa* ou *fundamento*. Com efeito, as diferenças de regime, estruturais, de escopo funcional ou de âmbito de aplicação, que são inequívocas nos institutos atrás descritos, não impedem a identificação de uma coordenada normativa comum a todos eles⁹⁹¹. A segregação patrimonial não surge como consequência de avaliações casuísticas e independentes entre si, fundadas numa consideração atomística dos interesses conflitantes em jogo, mas antes como resultado de uma ponderação constante, com inequívocos elementos de continuidade⁹⁹², marcadamente sensível à afetação finalística

⁹⁹⁰ Conforme se viu, a identificação de um efeito de segregação patrimonial em institutos modelares do sistema de direito privado, em particular relevantes no quadro das situações de interposição de pessoa de tipo fiduciário, constituiu, noutros sistemas jurídicos, um dos suportes dogmáticos decisivos daquelas construções que procuraram uma atualização dos postulados doutrinários prevalecentes a respeito da responsabilidade patrimonial do devedor. Assim sucedeu, por exemplo, no direito alemão, com base no §392 HGB, e nos direitos italiano e suíço, com base nas disposições legais (cf. art. 1707 *codice* e art. 401 *CO*, respetivamente).

⁹⁹¹ Cf. MARTINEK, “Geschäftsbesordnungsrecht”, p. 376, considerando a disseminação de institutos como a reserva de propriedade, a alienação em garantia e o *leasing*, cujo especial regime de responsabilidade patrimonial não está sequer sujeito a requisitos de publicidade, refere mesmo a consolidação de um fenómeno geral de discrepância entre o património aparente (*scheibaren Vermögen*) e o património real (*tatsächlich Vermögen*).

⁹⁹² M. BIANCA, “Novità e continuità dell’atto negoziale di destinazione”, pp. 29-30, referindo-se às manifestações recentes, no ordenamento italiano, de vínculos de afetação funcional, nota que elas são o resultado de um percurso cultural longo, cujas origens remontam às teorias dos patrimónios de afetação ou vinculados a um escopo da pandectística (cf. nota 711). O aspeto que porém denota uma evidente inovação face à *Zweckvermögenstheorie* prende-se com a maior facilidade em desprender o fenómeno da segregação patrimonial das conceptualizações relacionadas com a personalidade jurídica e os sujeitos de direito e consequentemente identificar um centro de imputação de relações jurídicas cuja essência não constitui uma projeção do ser humano. Num contexto filosófico e ideológico diferente, é hoje simplesmente assumida a *equivalência funcional* entre a criação de patrimónios separados na esfera de um mesmo sujeito e a criação de um ente jurídico autónomo (cf. SPADA, “Persona giuridica e articolazioni del patrimonio”, pp. 837 ss.), sem que um tal efeito suscite perplexidade nem quanto a uma sua necessária personificação, nem quanto à plenitude (jurídico-formal) da posição *proprietária* do seu titular. Na base do fracasso da *Zweckvermögenstheorie* da pandectística esteve, em grande medida, a necessidade de *ou* conceber o património sem sujeito, *ou* reconhecer-lhe personalidade jurídica autónoma, evidenciando uma dificuldade clara em afastar-se de um modelo jurídico distinto do de pessoa (física ou jurídica). Ora, confirmando o que atrás se sugeriu quando se abordou criticamente, de forma sumária, as conceções subjetivistas clássicas do património, o que resulta deste processo evolutivo da dogmática dos patrimónios de afetação é precisamente a circunstância de o direito hodierno acolher com naturalidade figuras cuja matriz se afasta da projeção da pessoa, aceitando mecanismos de limitação da responsabilidade plenamente não personificados, enquanto esferas de imputação autónomas de direitos e responsabilidades (cf. a construção de H. WIEDEMAN, “*Juristische Person als Gesamthand und Sondervermögen*”, p. 8) e que implicam a fragmentação da esfera jurídica de um sujeito de direito. Sobre os motivos que explicam o reduzido acolhimento da *Zweckvermögenstheorie* na cultura jurídica europeia, que passaram pela dificuldade no acesso às fontes germânicas, mas que se radicam essencialmente na prevalência das correntes jusfilosóficas de cariz individualista, cf. ZOPPINI, “Autonomia e separazione dei patrimoni”, pp. 558

dos bens em questão e que, encontrando a sua génese no regime do mandato sem representação, não pode deixar de ser compatibilizada com a matriz teleológica do art. 601.⁹ Parece emergir, com inequívoca força normativa, um conceito de *destinação* ou *afetação funcional*, consistentemente associado pela lei a uma disciplina de segregação patrimonial⁹⁹³. Em consequência, os patrimónios autónomos constituem hoje uma verdadeira categoria normativa, com uma projeção transversal nos regimes de responsabilidade patrimonial⁹⁹⁴.

Daí que, nesta fase da dissertação, deva ser evidente a insuficiência da descrição dos fenómenos de segregação patrimonial oferecida pelo entendimento dominante, incapaz de capturar a essência desta categoria. Centrada nos seus efeitos — e, mesmo assim, de forma insuficiente, ignorando aspetos decisivos —, aquela abordagem tradicional abdica de considerar seriamente a ponderação normativa que, de forma consistente, subjaz aos fenómenos de segregação patrimonial, permanecendo indiferente a um conjunto de dados

ss.; também, BELLIVIER, “Brinz et la réception de sa théorie du patrimoine en France”, pp. 165 ss. Esta tendência antropomórfica de caracterizar dogmaticamente o património autónomo não desapareceu totalmente; veja-se, por exemplo, a construção de J. SCHRÖDER, “Zum Übergang inhaltlich variabler Verpflichtungen auf den Erben”, pp. 379 ss. (seguido por LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 801 ss.) segundo o qual o *Sondervermögen* se constitui quando um acervo de direitos e responsabilidades é agregado e tratado como um sujeito jurídico fictício (*fiktives Rechtssubjekt*).

⁹⁹³ É também nestes termos que, numa monografia recente, MEUCCI, *La destinazione di beni*, p. 416, procura afirmar, no direito italiano, a relevância normativa dos chamados *attos di destinazione*. Interessa nesta fase notar que, fruto de algumas recentes inovações legislativas, já referidas parcialmente (cf. nota 926), respeitante aos chamados *patrimoni dedicati ad uno specifico affare* (cf. art. 2447-bis *codice*) —, multiplicaram-se nos anos recentes, na literatura italiana, os estudos do designado *fenómeno da destinação* (*destinazione*), cujo nó górdio constitui, precisamente, a relação que se estabelece entre o ato (negocial) de destinação atípico e a produção de um efeito de separação patrimonial, discutindo-se, em particular, o espaço deixado à autonomia privada para a criação de patrimónios separados (cf. M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione,” p. 164). Elementos de direito positivo centrais nesta discussão são as já citadas disposições que regulam a responsabilidade por dívidas do mandato sem representação (cf. art. 1707 *codice*) e a constituição, por sociedades anónimas, de patrimónios destinados a um escopo específico, mas também, além destas, o art. 2645-ter *codice*, que vem permitir e regular a oponibilidade, fundada em registo, de *atos de destinação destinados à realização de interesses merecedores de tutela* (sobre este preceito, é vastíssima a literatura; a título meramente exemplificativo, veja-se o texto de GAMBARO, “Appunti sulla proprietà nell’interesse altrui”, pp. 169 ss., bem como os estudos constantes da coletânea organizada por M. BIANCA, *La trascrizione dell’atto negoziale di destinazione*). Dadas a proximidade cultural e de ambiente normativo, será de seguida notada a direção que tem tomado aquele debate na doutrina e nos tribunais italianos; até porque é patente como o desenvolvimento doutrinal em torno destes fenómenos legalmente previstos de destinação ou afetação funcional transbordou para a própria dogmática do negócio fiduciário. Integrando os resultados da teorização do chamado *atto de destinazione* na análise dos problemas relacionados com a oponibilidade a terceiros do arranjo fiduciário, por exemplo, cf. PALERMO, “Autonomia negoziale e fiducia”, pp. 584 ss.

⁹⁹⁴ Acresce que esta assinalada profusão de fenómenos de segregação patrimonial permite, com maior segurança hoje do que no passado, procurar construir um conceito geral e complexo de património autónomo. Tarefa esta que, fruto da incerteza doutrinal a respeito das circunstâncias em que se daria um tal efeito de separação patrimonial, parece ter sido expressamente rejeitada aquando da elaboração do Código Civil vigente: isso mesmo reconhece VAZ SERRA, “Responsabilidade patrimonial”, p. 40, que oferece um panorama bem completo da profunda divergência doutrinal que então reinava.

normativos de inquestionável relevância geral para o problema da delimitação da esfera da garantia patrimonial do devedor⁹⁹⁵. Adotando uma perspectiva metodológica distinta, a construção do património separado enquanto categoria dogmática autónoma deve antes começar pela identificação do critério material que subjaz, *sempre*, ao reconhecimento dos seus efeitos típicos (designadamente a oponibilidade a terceiros), critério este cujas fronteiras a perspectiva sistemática adotada permite agora identificar de forma rigorosa. Do que se trata é, sempre, de situações em que a titularidade de um acervo patrimonial surge instrumentalizada por um *vínculo de destinação*, não se encontrando aquele acervo patrimonial, em consequência, disponível para a prossecução livre e arbitrária dos interesses idiossincráticos ou egoísticos do seu titular⁹⁹⁶. Os patrimónios autónomos ou separados são por isso *patrimónios de afetação*⁹⁹⁷.

Por seu turno, é impossível não notar a tendencial associação entre formas de atuação fiduciária e o reconhecimento, pela lei, de um efeito de separação patrimonial⁹⁹⁸, que aliás não se resume às manifestações que foram atrás descritas⁹⁹⁹. Por regra, o

⁹⁹⁵ Na literatura italiana, GAMBARO, “Trust”, p. 467, releva a ponderação comum aos fenómenos de segregação patrimonial reconhecidos na lei italiana como elemento fundamental para a atualização dogmática da interpretação do art. 2740 *codice*; M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione,” p. 176, clama por uma releitura do princípio da responsabilidade patrimonial que tenha em conta a evolução do sistema; em sentido próximo, a aludida monografia de MEUCCI, *La destinazione di beni*, em particular pp. 416 ss.

⁹⁹⁶ Cf. LÖHNIG, *Treuhand*, p. 802. Os bens emergem na esfera do seu proprietário não como objeto de pertença, mas como instrumento de atividade — cf., assim, G. FERRI JR., “Patrimonio e gestione”, pp. 25 ss., notando também a relevância da separação patrimonial enquanto traço comum ao modelos contratuais cuja função económico-social se identifica com a gestão em nome próprio, mas no interesse de terceiro.

⁹⁹⁷ Precisamente a característica da *Zweckbindung* constituía o traço nuclear do *Sondervermögen fiduciário* central na construção de COING, fundador de uma corrente doutrinal com ampla projeção no espaço jurídico germânico — cf. §3.1.

⁹⁹⁸ LUPOI, “The Civil Law Trusts”, p. 978 nota ser um traço comum nos ordenamentos continentais a exclusão do património executável do devedor de bens que, porque gravados por um vínculo de afetação funcional, devem ser entregues a um terceiro.

⁹⁹⁹ Conforme ficou anunciado na Introdução, o capítulo III desta dissertação é dedicado ao estudo de uma particular manifestação do fenómeno fiduciário no domínio mobiliário. Nesse quadro, terei oportunidade de descrever brevemente outros institutos que justamente associam um efeito de separação patrimonial à impressão de vínculos de destinação sobre determinados acervos patrimoniais. Assim acontece nos casos da titularização de créditos e da emissão de obrigações hipotecárias (cf. §12.1). Mais significativa do que estes casos, porque assume um alcance normativo mais abrangente, é a hipótese de encontrar na disciplina da intermediação financeira uma coordenada geral que impõe também a separação patrimonial dos ativos detidos em nome próprio pelo intermediário financeiro, mas (fiduciariamente) por conta e risco de clientes, efeito este legitimado pelo disposto no art. 306.º/2 CdVM. Lá chegaremos, munidos já das conclusões formuladas no direito comum. Mas nem com essas referências se esgotam as manifestações de segregação patrimonial no nosso ordenamento, que emergem quando atentamente se avaliam os regimes positivados. Atente-se, por exemplo, o disposto no art. 42.º do Regime Jurídico da Mediação de Seguros, que regula a movimentação de fundos relativos ao contrato de seguro. Aí, é imposto um dever de segregação ao mediador de seguros que *movimente fundos relativos ao contrato de seguro deve depositar as quantias referentes a prémios recebidos para serem entregues às empresas de seguros e os montantes recebidos para serem transferidos para tomadores de seguros, segurados ou beneficiários em contas abertas em instituição de crédito em seu nome mas identificadas*

reconhecimento normativo destes vínculos de destinação — e do consequente de um efeito de segregação patrimonial — surge no quadro (e como consequência) de situações de interposição de pessoa, reconduzíveis a um conceito amplo de atuação fiduciária, nas quais o titular jurídico-formal do acervo patrimonial atua em nome próprio mas, exclusivamente por referência a tal acervo patrimonial, por conta e no interesse de um terceiro. É assim no caso paradigmático do mandato sem representação¹⁰⁰⁰, mas também da generalidade das *factispecies* de segregação patrimonial atrás descritas¹⁰⁰¹, casos em que se concretiza a aludida dissociação entre *titularidade* de um direito e *benefício* do respetivo conteúdo, traço definidor dos modos de atuação fiduciária¹⁰⁰². Sensível à circunstância de que, fruto daquela afetação finalística particular, a massa de bens não constitui para o seu titular um efetivo *acréscimo patrimonial* — surgindo antes como *substancialmente alheia* —, a lei desconsidera-a na delimitação da respetiva esfera de garantia patrimonial, afetando-a (em exclusivo, nas situações de autonomia perfeita, ou preferencialmente, nas de autonomia imperfeita) à satisfação de uma categoria particular de responsabilidades. Assegurando a

como *conta clientes* (n.º 6). Prevista esta autêntica *Treuhandkonto*, a lei associa-lhe depois de forma inequívoca um efeito de separação patrimonial: estabelece o n.º 7 do mesmo preceito que *se presume para todos os efeitos legais que as quantias depositadas em conta clientes não constituem património próprio do mediador de seguros, devendo, em caso de insolvência do mediador, ser afecta, preferencialmente, ao pagamento de créditos dos tomadores de seguros, segurados ou beneficiário*. Efeito semelhante está positivado para as também chamadas *contas-clientes* previstas no art. 124.º do Estatuto da Câmara dos Solicitadores, destinada ao depósito obrigatório de todas as quantias recebidas a título de preparos, despesas e honorários (*conta-cliente dos exequentes*) e todas as quantias recebidas para pagamento da quantia exequenda e demais encargos com o processo (*conta-cliente dos executados*). Também estas contas fiduciárias previstas na lei deverão beneficiar de uma disciplina especial de segregação patrimonial, até por projeção direta da coordenada vertida no art. 1184.º. Neste caso do art. 124.º do Estatuto da Câmara dos Solicitadores, como no do fiduciário no regime da exoneração do passivo restante previsto no CIRE, a lei volta a regular assumindo a autonomia patrimonial daquelas contas-clientes, sendo manifestamente intolerável que elas fossem penhoráveis pelos credores gerais dos agentes de execução.

¹⁰⁰⁰ Uma outra concretização deste princípio consagrado para o mandato sem representação dá-se a respeito da responsabilidade por dívidas do gestor de créditos titularizados. Seguindo justamente a direção sugerida pelo art. 1184.º, estabelece o art. 5.º/7 do Regime Jurídico da Titularização de Créditos que *em caso de falência do gestor dos créditos, os montantes que estiverem na sua posse decorrentes de pagamentos relativos a créditos cedidos para titularização não integram a massa falida*. Neste quadro, é comum os pagamentos daqueles créditos titularizados serem feitos pelos respetivos devedores para uma conta do próprio gestor, seguindo o modelo do mandato não representativo, adquirindo este a respetiva *propriedade*; porém, porque se trata de montantes detidos por conta do veículo de titularização, a quem devem ser entregues — e por estes, por sua vez, aos investidores nos valores mobiliários titularizados —, eles não constituem para o gestor/mandatário um verdadeiro acréscimo patrimonial, sendo excluídos da respetiva *garantia geral* (sobre a segregação patrimonial o regime da titularização de créditos, cf. §11.2).

¹⁰⁰¹ Não é assim, designadamente, no caso do e.i.r.l., onde a separação patrimonial serve um interesse do próprio titular, que porém se apresenta restrito e delimitado e em que a segregação patrimonial surge como instrumento apto a uma desagregação dos diferentes riscos inerentes à esfera de um mesmo indivíduo.

¹⁰⁰² Por outras palavras, a separação patrimonial constitui o instrumento que dá prevalência à *imputação económica* sobre a mera *titularidade jurídico-formal*, sendo por esta via reconhecida a oponibilidade a terceiros da posição jurídica subjetiva na qual se repercute o conteúdo económico de um ou mais direitos patrimoniais de que esse sujeito não é, afinal, titular.

efetividade e jurisdição do vínculo de afetação funcional, o efeito de separação patrimonial funciona, neste cenário, como instrumento de resolução *ex ante* do potencial conflito de interesses entre o titular do acervo patrimonial e o beneficiário da separação, bem como, num plano subsequente, entre os credores de um e outro¹⁰⁰³.

Acresce que o percurso analítico permitiu identificar um teste de contornos bem precisos para a identificação destes vínculos de afetação funcional passíveis de gerar um património separado: é que, em todos eles, não corre por conta do titular o risco de deterioração ou perecimento dos bens que o integram. Em particular nas situações-regra em que a separação patrimonial surge associada a fenómenos de interposição de pessoa de tipo fiduciário, e em que o titular do património separado atua no interesse de terceiros, constata-se que a destruição não culposa desses bens (ou, tratando-se de créditos, a insolvência do respetivo devedor) não gera na esfera daquele titular, apesar de o ser e de se encontrar vinculado a transmitir para aqueles beneficiários ou os bens que constituem o acervo patrimonial separado, um qualquer dever de compensação.

Em suma, assinalar o seu especial regime de responsabilidade por dívidas diz muito pouco acerca dos fenómenos de separação patrimonial acolhidos no direito positivo, não permitindo apreender todas as suas verdadeiras potencialidades dogmáticas¹⁰⁰⁴. Emerge, com inequívoco alcance dogmático (e por vezes de forma até implícita¹⁰⁰⁵), a noção de *destinação* ou *afetação funcional*, cujo efeito é o de decompor, modelar e graduar o conteúdo de certas *situações proprietárias* e atribuições patrimoniais e a que a lei associa, de forma consistente, um efeito de separação patrimonial, de que resulta a desconsideração para efeitos da delimitação da esfera de garantia patrimonial de situações de titularidade instrumental, porque funcionalizada à prossecução de uma finalidade pré-determinada.

Disseminada embora por diversos quadrantes do ordenamento, esta coordenada encontra no regime do mandato sem representação, e em particular no art. 1184.º, a sua

¹⁰⁰³ Cf., na doutrina alemã, assinalando que se encontra vedado o acesso ao *Sondervermögen* pelos credores gerais do respetivo titular, mas também o acesso ao património deste de credores do património autónomo, por todos, K. SCHMIDT, *Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung*, §771, p. 1511. Acresce que esta função de resolução de conflitos se projeta não apenas quando o património separado se destina exclusivamente a ser conservado ou liquidado, mas também — e com cada vez maior frequência — naquelas situações em que ele constitui o objeto de um investimento e prossegue uma finalidade produtiva (cf. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, p. 22).

¹⁰⁰⁴ Critica esta “*abordagem limitada*” da noção de património separado, LÖHNIG, *Treuhand*, p. 801.

¹⁰⁰⁵ Como sucede no caso, muito interessante do ponto de vista hermenêutico, do fiduciário no âmbito do regime da exoneração do passivo restante (cf. §5.4) ou das contas-cliente de natureza fiduciárias obrigatoriamente mantidas pelos mediadores de seguros.

manifestação central. Não sendo ainda tempo de avaliar o efetivo alcance normativo deste regime — e de confirmar a hipótese de que aquele regime encerra um critério genericamente aplicável às situações de titularidade fiduciária —, não pode deixar de ser assinalada a posição central daquela disposição, que decorre da posição nuclear que aquele tipo legal assume no sistema de direito privado¹⁰⁰⁶. Não sendo caso único, o regime da responsabilidade por dívidas do mandatário sem representação surge como matriz conceptual de um conjunto amplo e aberto de esquemas e técnicas contratuais, reconduzíveis na sua essência ao fenómeno fiduciário¹⁰⁰⁷. Tal é a vocação expansiva deste instituto que a consideração do alcance normativo do art. 1184.º bastaria para afastar a ideia, por vezes afirmada, de que subjaz ao art. 601.º um qualquer fundamento de ordem pública¹⁰⁰⁸; mas também para questionar uma suposta natureza excecional dos fenómenos

¹⁰⁰⁶ Num outro plano, a disseminação dos fenómenos de segregação patrimonial é ainda reveladora de uma tendência de relativização da importância atual da segurança do tráfego jurídico no direito privado enquanto bem jurídico absoluto, relevando, ao invés, uma cada vez maior preocupação com a tutela de interesses individuais. Nas palavras de uma autora italiana, está ultrapassada a necessidade de o direito oferecer um suporte absolutamente certo e seguro para uma economia burguesa em desenvolvimento, necessidade a que o fenómeno da codificação visou dar resposta — MANES, *Fundazione fiduciaria e patrimoni allo scopo*, p. 163. Isso mesmo é bem patente, por exemplo, nas soluções normativas que reconhecem relevância jurídica a fenómenos de especialização da garantia patrimonial em detrimento da preocupação de garantia da tutela da aparência. Em alternativa, emerge um dever geral de os credores conhecerem a real situação financeira dos seus devedores — cf., assim, M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione”, p. 177. Não é de facto imperativo que a produção de um efeito de separação patrimonial seja condicionada por qualquer requisito de publicidade — aliás, na maioria dos casos previstos na lei, alguns bem relevantes e com manifesta vocação expansiva, não é esse o caso. Para que se dê um tal efeito, basta por regra a projeção de um vínculo de afetação patrimonial, acompanhado por uma particular alocação do benefício (e risco) económico, a que a lei decide dar relevância mesmo sem garantir um mínimo de cognoscibilidade por terceiros. O acolhimento legal deste tipo de figuras, e a sua ampla disseminação pelo tráfego jurídico, tornou mais natural o sacrifício da segurança jurídica em favor do respeito da vontade das partes, mesmo quando tal implique uma menor rigidez na aplicação dos quadros formais típicos dos direitos reais (assim, WOLF, “Beständigkeit”, p. 2652). Por exemplo, exceção feita ao regime dos imóveis, é inequívoco o reconhecimento de uma cada vez menor relevância da publicidade enquanto fundamento do reconhecimento da titularidade de direitos sobre coisas móveis, créditos e valores mobiliários, o mesmo sucedendo com a relevância jurídica da aparência causada pela publicidade enquanto mecanismo de avaliação da solvabilidade do devedor. Isto em particular quando estão em causa modos de atuação por conta de outrem. Progressivamente, a natureza absoluta do direito de propriedade e a confiança nele eventualmente depositada por terceiros são abaladas em benefício de uma maior projeção da vontade das partes e da autonomia privada — cf., na literatura alemã, GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, pp. 323 ss.; e WIEGAND, “Entwicklung”, pp. 108 ss.

¹⁰⁰⁷ O que comprova, de outro modo dito, que o nosso sistema jurídico, como sucede noutros direitos continentais (cf., por exemplo, LUPOI, *Trusts*, pp. 736 ss.), consagra afinal um conjunto de situações jurídicas que assentam num modelo fiduciário. Na literatura italiana, em sentido próximo, PALERMO, *Autonomia negoziale e fiducia*, p. 346, salienta a posição central que assume o regime do mandato sem representação, notando um pouco mais à frente como surgem como normais, com perfeita autonomia e relevância próprias, casos de atribuição instrumental de direitos de propriedade (id., pp. 352-353).

¹⁰⁰⁸ Além da tutela dos credores, é igualmente associada a este princípio geral uma outra finalidade reflexa, que se prende com a segurança do tráfego jurídico. Diz-se que a possibilidade de as partes livremente subtraírem bens a um determinado património teria sempre efeitos na economia, afetando a circulação de bens e conduzindo a uma concentração da riqueza. Este princípio, assim, contribuiria para uma maior confiança por parte dos agentes económicos na solvabilidade das suas contrapartes. É esta a finalidade cuja natureza de

de separação patrimonial como consequência da valoração finalística do bens que integram a esfera do devedor¹⁰⁰⁹.

III. Por sua vez, como se previu, a valorização desta perspectiva sistemática e a consequente identificação do fundamento normativo comum que subjaz às manifestações de segregação patrimonial acolhidas no direito positivo permitiu recolher elementos decisivos para a clarificação da matriz teleológico-funcional em que assenta o quadro normativo da responsabilidade patrimonial do devedor, tarefa relevante atenta a insuficiência literal do art. 601.^o ¹⁰¹⁰. Na verdade, constata-se que o objetivo de assegurar a tutela do crédito e a efetividade das relações jurídicas debitórias, através da delimitação e conservação de um acervo patrimonial disponível para garantir as obrigações contraídas no tráfego, não é afinal indiferente à afetação patrimonial dos bens em questão, abdicando da adoção de estritos critérios puramente formais, que desconsiderem em absoluto a alocação das utilidades e benefícios económicos de um bem¹⁰¹¹. Ao invés, a prossecução daqueles objetivos surge limitada por uma consistente e padronizada consideração da destinação do acervo patrimonial à prossecução dos interesses gerais do devedor, não impondo, antes desconsiderando — *i.e.* removendo da chamada garantia geral —, os bens sobre os quais o devedor *não* tem plena disponibilidade e, porque de uma titularidade instrumental se trata (com fim de gestão ou de garantia), cujo conteúdo económico não é repercutido na sua esfera patrimonial.

ordem pública deve ser hoje questionada — neste sentido, na literatura italiana, cf., por exemplo, GAMBARO, “Trusts”, p. 467, e NERI, *Il trust e la tutela del beneficiario*, p. 109.

¹⁰⁰⁹ Interessa uma vez mais focar, em síntese, a construção de LÖHNIG, *Treuhand*, p. 799, que vem sustentar que a relevância da afetação finalística a um escopo, em particular quando associado a situações de titularidade fiduciária, e a consequente produção de um efeito de separação patrimonial, emerge como uma tendência conforme ao sistema — no limite, uma tendência evolutiva —, e não como uma qualquer derrogação de um princípio fundamental. O mesmo autor admite, por isso mesmo, que a constituição de um património fiduciário separado no direito alemão através de um negócio atípico não resulta de uma derrogação do postulado da unidade do património do devedor, mas simplesmente do resultado de uma evolução do contexto normativo e das ponderações que lhe são ínsitas. A tudo isto poderia ainda ser acrescentado — ainda que mais a título ilustrativo do problema e menos como fundamento dogmático para a sustentação de soluções de direito positivo — o que vem sendo escrito na literatura da análise económica do direito a respeito das inequívocas vantagens, num prisma de eficiência económica, associadas aos fenómenos separação patrimonial e consequente tendência para a especialização funcional das garantias — o chamado *assets partitioning*; entre outros, merecem destaque os escritos de HANSMANN/KRAAKMAN, “The essential Role of Organizational Law”, pp. 387 ss., e R. THOMPSON, “Agency Law and Asset Partitioning”, pp. 11 ss.

¹⁰¹⁰ Cf. §4.2.

¹⁰¹¹ Assim, SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 141.

Invertendo o prisma, a análise empreendida revelou a incompatibilidade com a intenção normativa subjacente ao nexó formado pelos arts. 601.^o e 817.^o de um resultado interpretativo que, relativamente aos bens gravados por este vínculo de afetação funcional, coloque os credores gerais do devedor numa posição mais favorável do que aquela em que se encontra o próprio devedor¹⁰¹². Da mesma maneira que, fruto do vínculo de destinação que lhe está impresso, a atribuição económica daquele acervo patrimonial é vedada ao titular (e devedor), a lei estende essa neutralidade patrimonial também aos seus demais credores cujas pretensões não se relacionam com aquele vínculo de destinação¹⁰¹³. Tal ultrapassaria a função de garantia da juridicidade das relações obrigacionais que lhe está subjacente e implicaria a violação do princípio segundo o qual um *património* não deve responder por uma dívida alheia¹⁰¹⁴.

Ora, esta coordenada teleológica, reforçada pela circunstância de radicar, em primeiro plano, num instituto nuclear do sistema de direito privado, não pode deixar de ter impacto na interpretação do próprio conteúdo normativo do art. 601.^o e demais disposições que visam dirimir o conflito entre credores titulares de pretensões incompatíveis, colocando seriamente em crise o pressuposto — sempre assumido — segundo o qual a esfera de garantia patrimonial coincide por princípio com a esfera de titularidade de situações ativas de natureza patrimonial¹⁰¹⁵. Não que se possa prescindir de uma referência à titularidade jurídica; porém, o que os dados normativos apurados parecem sugerir é que a relevância da titularidade é, também entre nós, apenas indiciária, não constituindo critério bastante para unificar o regime geral da responsabilidade por dívidas, conferindo-lhe coerência e unidade sistemática. Por outras palavras, a esfera de garantia patrimonial do devedor parece ser delimitada muito menos em atenção à imputação de poderes jurídicos, do que à luz de

¹⁰¹² Cf. SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 139, e WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 65;

¹⁰¹³ Sendo o inverso também verdadeiro, não se encontrando por regra o património geral do titular do património autónomo disponível para satisfazer dívidas que sejam imputáveis ao património autónomo — cf., na literatura alemã, K. SCHMIDT, *Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung*, §771, p. 1511.

¹⁰¹⁴ Isto que se acaba de afirmar surge de resto em harmonia com a teleologia normativa dos próprios regimes de execução forçada, singular e coletiva. Considerando em particular os objetivos do regime da insolvência, a verdade é que, nesse contexto, os direitos patrimoniais do devedor são agrupados de forma unitária e são usados como objeto de satisfação para o conjunto dos devedores coletivos, constituindo princípio assente que o património de uma outra pessoa não pode ser usado, sem outra justificação, como objeto de satisfação das pretensões dos credores coletivos (cf., por exemplo, SCHMELZESEN, *Bürgerliches Recht (BGB I — III)*, p. 400). Ora, este princípio limita necessariamente o interesse e a posição dos credores da insolvência — cf. WALTER, *Unmittelbarkeitsprinzip*, p. 62.

¹⁰¹⁵ Afinal, as alegadas generalidade e neutralidade do património não passam de *meras assunções teóricas, impossíveis de confirmar com base no quadro positivo vigente* — assim, ALCARO, “Unità del património e destinazione dei beni”, pp. 107 ss.

critérios finalísticos, que consideram a efetiva e plena atribuição patrimonial ao devedor dos direitos de que ele é titular. Emerge, em suma, a constatação de que a esfera de garantia patrimonial do devedor e, reflexamente, os fenómenos de segregação patrimonial assentam de forma decisiva em ponderações materiais e finalísticas¹⁰¹⁶.

IV. Interessa deixar claro que esta análise crítica que se vem fazendo da doutrina tradicional do património não vai ao ponto de questionar a própria validade normativa do princípio da responsabilidade patrimonial. Isto é, não se acolhem aqui aquelas teses — sustentadas com alguma projeção, por exemplo, na doutrina italiana — segundo a qual as evoluções recentes do direito positivo, com a sua profusão de fenómenos e técnicas de separação patrimonial, teriam colocado definitivamente em crise a natureza imperativa do princípio da responsabilidade patrimonial do devedor, deixando aberto o espaço para a constituição livre de patrimónios separados, que assim ficariam sujeitos apenas ao controlo assegurado pelos mecanismos gerais de tutela dos credores (*v.g.*, a impugnação pauliana, a ação de nulidade ou a via da tutela delitual do crédito)¹⁰¹⁷. Por seu turno, se a crescente relevância sistemática de institutos assentes na produção de um efeito de separação patrimonial não basta para negar a imperatividade do princípio da responsabilidade do devedor e exigência de tipicidade dos fenómenos de segregação patrimonial, a um tal

¹⁰¹⁶ Subjacente a esta diretriz, tornada progressivamente mais clara em função da evolução do sistema normativo, está também — pelo menos implicitamente — o reconhecimento da maior eficiência, assinalada pela literatura da análise económica do direito, dos instrumentos de diversificação dos regimes de responsabilidade patrimonial em função da atividade e dos riscos económicos, cf. LoPUCKI, “The death of liability”, pp. 3 ss. Também neste sentido, reconhecendo embora que, mesmo mais eficiente de um prisma económico, a separação patrimonial não prescinde de intervenção legislativa, fruto do impacto na esfera de terceiros, IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 102 ss.

¹⁰¹⁷ Esta desvalorização da imperatividade do princípio da responsabilidade patrimonial é patente, na literatura italiana, por exemplo em GAMBARO, “Segregazione e Unità del patrimonio”, pp. 155 ss., e “Trusts”, p. 467, autor que qualifica de *ridícula* a leitura tradicional do art. 2740 *codice* enquanto fonte de um princípio de ordem pública insuperável, afirmando antes a *morte* daquele princípio. Para uma crítica deste entendimento, cf., por exemplo, M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione,” pp. 170 ss., e NERI, *Il trust e la tutela del beneficiario*, pp. 106 ss. Já na literatura alemã, não vão tão longe os autores que configuram o bem fiduciário como um *Sondervermögen*, mesmo aceitando a produção de um efeito de separação patrimonial em resultado de um negócio fiduciário atípico. Estas construções não afirmam uma total desconsideração do princípio da responsabilidade do devedor — nem tão pouco a perda de carácter imperativo do §137 BGB. Sucede que, para uns a evolução do quadro normativo (é a posição clássica de COING, *Treuhand*, pp. 171 ss., e, com fundamentos distintos, a mais recente de LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 807 ss.), ou para outros o esforço de explorar o recurso a institutos clássicos do direito civil (como sucede com as teorias que recorrem à figura da sociedade civil — cf. GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 80 ss. e 85 ss. e N. WIEGAND, *Die Sicherungsgesellschaft*, pp. 85 ss), permitiriam enquadrar a *fiduziarische Treuhand* enquanto fonte normativamente reconhecida de um património separado na esfera do *Treuhänder*. Em qualquer dos casos, porém, os fenómenos de segregação patrimonial permanecem sujeitos a uma lógica de tipicidade, ainda que com contornos mais fluidos do que tradicionalmente reconhecidos (cf., mais detalhadamente, §3.4).

resultado não se poderá também chegar, como sugerem outras correntes doutrinárias, simplesmente através da valorização da chamada *causa de afetação* (ou de *destinação*), cuja admissibilidade e reconhecimento no direito posto — que é inequívoca, também entre nós — teria como consequência incontornável a produção de um efeito de separação patrimonial, sob pena de sair frustrado o seu propósito¹⁰¹⁸. Por fim, uma suposta falência da ideia de tipicidade dos fenómenos de segregação patrimonial não pode também assentar numa mera ponderação das vantagens em termos de eficiência económica inerentes à assinalada tendência de especialização da garantia, perspectiva que, sendo sem dúvida útil para apreender o alcance de certos regimes, carece de força normativa autónoma¹⁰¹⁹.

¹⁰¹⁸ No ordenamento italiano, os autores proponentes desta — assim chamada — *tese negocial* ou *causal* (cf. M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione,” p. 166) são PALERMO, “Il negozio atípico”, pp. 141 ss., “Contributo allo studio del trust e dei negozi di destinazione disciplinati dal diritto italiano”, pp. 391 ss., “Sulla riconducibilità del «trust interno» alle categorie civilistiche”, pp. 133 ss., e “Autonomia negoziale e fiducia”, pp. 571 ss., e LA PORTA, *Destinazione di beni allo scopo*, pp. 39 ss., e “Causa del negozio di destinazione e neutralità dell’effetto traslativo”, pp. 255 ss. Subjacente a esta valorização da *causa de afetação* estaria a configuração do negócio jurídico como exercício da autonomia privada ordenado a prosseguir as finalidades específicas que um sujeito tem o poder e a liberdade de escolher. Isto mesmo implicaria a superação do preconceito da irrelevância dos motivos do negócio jurídico e, sobretudo, abriria a porta ao reconhecimento de relevância jurídica ao escopo do negócio subjacente a cada operação (cf. PALERMO, “Il negozio atípico”, p. 143). Assim sendo, o negócio de destinação, válido em si e fundado numa causa também ela válida e admissível, porquanto manifestação da autonomia privada, não poderia nunca produzir efeitos incompatíveis com a sua natureza, devendo ver reconhecida eficácia também perante terceiros. Validada a *causa de afetação*, ela não poderia produzir efeitos exclusivamente no interior da relação jurídica que lhe serve de base, surgindo a separação patrimonial como um efeito necessário. Daí que a afetação instrumental de um acervo patrimonial à prossecução de um escopo específico, designadamente por meio de uma atividade de natureza gestória, implicaria sempre a sujeição desse acervo patrimonial a um estatuto jurídico especial de responsabilidade por dívidas. O negócio de destinação não seria configurado como uma verdadeira categoria particular de ato dispositivo, que apresentaria traços qualificativos específicos e a que estariam associados efeitos também eles específicos (cf. PALERMO, “Il negozio atípico”, p. 145). Assim, seriam contrários ao regime da responsabilidade patrimonial apenas aqueles atos cuja única justificação causal fosse diretamente uma efetiva limitação da responsabilidade do devedor. Já válidos seriam aqueles atos negociais relativamente aos quais o efeito de separação patrimonial surgisse exclusivamente como consequência ulterior ou não exclusiva da causa negocial (LA PORTA, “Causa del negozio di destinazione e neutralità dell’effetto traslativo”, pp. 265 ss.), quando dela resultasse um objetivo de afetação de um dado acervo patrimonial a uma determinada finalidade (cf. PALERMO, “Il negozio atípico”, p. 146). Transposto para a teoria do negócio fiduciário, este entendimento configura a aludida *causa de destinação* como fundamento normativo para o reconhecimento de um estatuto distinto da situação proprietária do adquirente/fiduciário; a separação patrimonial surgiria, nestes caso, como instrumento apto a materializar os efeitos daquela particular causa que subjaz à atribuição de um direito ao fiduciário, removendo da esfera de responsabilidade patrimonial deste aqueles bens que, porque destinados a um escopo específico, não estão na sua plena disponibilidade — cf. PALERMO, “Sulla riconducibilità del «trust interno» alle categorie civilistiche”, pp. 133 ss. (p. 153).

¹⁰¹⁹ Na verdade, outra via ensaiada para procurar mitigar a valência normativa do princípio da responsabilidade patrimonial e, em particular, da tipicidade dos fenómenos de segregação patrimonial foi a de valorizar as conclusões afirmadas nas correntes da análise económica do direito a respeito da eficiência associada aos mecanismos de *asset partitioning*, a que atrás se fez referência. Tal não bastará, porém, para justificar dogmaticamente a superação da tipicidade dos fenómenos de separação patrimonial. Apontando as limitações deste percurso enquanto instrumento dogmático apto a resolver o conflito entre autonomia privada e normas destinadas a assegurar a tutela do crédito, em particular nos direitos de *civil law*, por exemplo, M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione”, p. 170. Entre nós, aponta em geral o incerto e (pelo menos por ora) limitado alcance dogmático da análise económica do direito, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte*

É inquestionável, e foi já assinalada, a progressiva diluição da intensidade normativa do princípio da responsabilidade patrimonial. Esse fenómeno resulta não apenas da profusão de desvios que, em particular nos tempos mais recentes, têm vindo a merecer consagração legal, mas essencialmente da localização de fenómenos de segregação patrimonial em institutos nucleares do direito civil. Noutro prisma, constitui sem dúvida um significativo avanço a consideração (por assim dizer, descomplexada) da *causa de destinação* e a consequente aceitação da sua plena licitude, mesmo quando subjacente a negócios jurídicos atípicos. Daí decorre uma maior facilidade em apreender o particular elemento causal que subjaz a um conjunto importante de institutos jurídicos que assentam na atribuição a um sujeito de uma titularidade *funcionalizada*, porque vinculada à prossecução de um interesse alheio e, dessa forma, em apreender também o alcance de algumas disposições consagradas precisamente em atenção à especialidade da *causa* subjacente. Por seu turno, as considerações provenientes da análise económica do direito permitem a identificação e sistematização de um conjunto de consequências vantajosas tipicamente associadas aos fenómenos de segregação patrimonial, com isso mitigando (ou, pelo menos, compensando) os receios de eventuais impactos negativos na segurança do tráfego da disseminação de tais fenómenos.

A verdade é que não bastam estes fatores, isolados ou em conjunto, para considerar *letra morta* o princípio da responsabilidade do devedor, atribuindo-lhe um valor “pouco mais do que declamatório”¹⁰²⁰ e aceitando, em consequência, a criação livre de efeitos de separação patrimonial¹⁰²¹. O tema da separação patrimonial não pode ser discutido desconsiderando o problema da oponibilidade a terceiros. Aliás, porque transporta a relação jurídica em questão para um plano externo, de confronto com terceiros, a separação patrimonial é, *prima facie*, um problema de oponibilidade; ela impõe, por isso mesmo, uma ponderação de interesses que não são apenas os dos titular do património ou os do seu beneficiário efetivo, mas também os de terceiros, designadamente dos credores de um e outro. Daí que não baste, para sustentar a perda de carácter imperativo do eixo formado pelos arts. 601.º, 604.º e 817.º, apontar a disseminação de institutos jurídicos assentes num

Geral I), pp. 134 ss., notando que “uma análise económica pura e simples não substitui um processo cabal de realização do Direito”.

¹⁰²⁰ GAMBARO, “Segregazione e Unità del patrimonio”, p. 156.

¹⁰²¹ Escrevendo a respeito do direito escocês, conclui GRETTON, “Trusts”, p. 484, que a imunidade do património do *trust* no confronto com os credores gerais do *trustee* não é alcançada apenas por efeito do contrato, encontrando ainda e sempre a sua habilitação no quadro normativo, desenvolvido num primeiro momento pelos tribunais, mas objeto já de consagração legal (pp. 499-500 e p. 516-517).

efeito de segregação patrimonial¹⁰²², ou a admissibilidade e licitude uma causa própria dos negócios de destinação¹⁰²³. Se assim fosse, estar-se-ia a abdicar de qualquer controlo sobre o impacto do exercício da autonomia privada nas formas de segregação patrimonial e, reflexamente, na tutela dos credores. Sairia desvirtuada a *razão de ser* originária que subjaz ao quadro normativo da responsabilidade patrimonial, de resto objeto de tutela constitucional¹⁰²⁴, se simplesmente se remetesse para o exercício da autonomia privada a conformação da esfera patrimonial do devedor¹⁰²⁵. Em consequência, sem prejuízo do esforço de atualização que vem sendo sustentado, a produção de um efeito de separação patrimonial permanece sempre dependente da recondução a um qualquer quadro

¹⁰²² Alguma doutrina, aceitando que este fenómeno de disseminação atesta a superação *cultural* do dogma clássico da indivisibilidade do património, conclui que ele é afinal a confirmação da necessidade de intervenção legislativa para que possa operar um efeito de separação patrimonial genericamente oponível *erga omnes* — cf., por exemplo, M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione”, p. 165.

¹⁰²³ Na realidade, atenta a sua projeção na esfera de terceiros, o efeito de separação patrimonial não pode ser simplesmente considerado como uma inevitabilidade resultante de um negócio jurídico a que subjaz uma causa válida de afetação. Por outras palavras, não basta o reconhecimento da relevância normativa do ato de afetação patrimonial, enquanto manifestação da autonomia negocial, bem como da validade da peculiar causa negocial que lhe subjaz, para fundamentar a oponibilidade a terceiros do arranjo contratual e, em particular, para justificar o seu impacto no regime de responsabilidade patrimonial. Se é certo que a causa negocial funciona, neste quadro, como indicador de um particular modelo de conformação de interesses e fonte de uma particular plasticidade do negócio jurídico, ela não está apenas sujeita a um escrutínio de idoneidade, a fim de asseverar que é merecedora de tutela pelo ordenamento. Além disso, a produção dos efeitos jurídicos que lhe são subjacentes tem ainda de respeitar as limitações que o direito positivo consagra ao princípio consensualístico, em particular aquelas normas que regulam, e restringem, a projeção externa, perante terceiros, de (determinados) efeitos do negócio jurídico (assim, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 372). Uma tal elevação da causa do negócio jurídico à condição de fonte inevitável de certos efeitos externos (sugerida, por exemplo, por LA PORTA, *Destinazione*, p. 79) corresponderia, na sua essência, a uma afirmação pura do dogma da vontade, que porém não se encontra em sintonia com um ordenamento jurídico que impõe limites aos efeitos do negócio jurídico, para assegurar a juridicidade das relações obrigacionais, sujeitando a prevalência de situações jurídicas sobre a pretensão de credores a pressupostos deveras rigorosos e, sempre, exteriores à causa do contrato (SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 372-373). Dito isto, a verdade é que a afirmação desta distinção de planos, entre, de um lado, o ato de afetação patrimonial enquanto manifestação da autonomia privada e, de outro, a sua efetiva oponibilidade externa, permite distinguir, por sua vez, o problema da licitude daquela manifestação da autonomia privada da questão da limitação da responsabilidade patrimonial do devedor. Independentemente da sua recondução a um qualquer mecanismo legal que lhe reconheça externalidades face a terceiros, o ato de destinação será sempre, no quadro da relação jurídica de onde ele emerge, plenamente válido e eficaz; a sua causa é válida, não colidindo por si só com qualquer norma imperativa ou princípio de ordem pública. Faltando-lhe um fundamento legal para a produção de um efeito de separação patrimonial, o ato de destinação terá apenas eficácia relativa (assim, M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione”, p. 175).

¹⁰²⁴ Afirmam a extensão da proteção constitucional da propriedade também a de direitos de crédito, entre outros, RUI MEDEIROS, *CRP Anotada* (J. MIRANDA/R. MEDEIROS), II, pp. 1246-1247; GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *CRP Anotada*, I, p. 800; PINTO DUARTE, *Curso*, p. 317; ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*, p. 105; mais detalhadamente sobre este aspeto, cf. §6.1.

¹⁰²⁵ Em suma, permanece ainda válido, como critério normativo de fundo, o entendimento segundo o qual a livre constituição de esferas patrimoniais separadas, inacessíveis à generalidade dos credores, abriria a porta à discricionariedade no cumprimento das obrigações, frustrando de forma intolerável e arbitrária a confiança que os credores depositam na juridicidade do vínculo creditício que os une ao devedor, resultado manifestamente incompatível com o propósito de tutela do crédito e das relações jurídicas devedoras que subjaz, em particular, aos arts. 601.º (como também ao 604.º).

normativo prévio, que legitime a prevalência da posição jurídica em que se encontra investido o beneficiário daquele efeito de separação patrimonial sobre o direito invocado por outros credores do património separado, resolvendo (previamente) o conflito entre credores gerais e credores do ato de afetação¹⁰²⁶. O que não significa, como se verá já de seguida, que o ordenamento não disponha de um modelo normativo que, encerrando uma prévia ponderação dos interesses conflitantes em jogo, autorize e reconheça de forma genérica, ainda que condicionada, um efeito de separação patrimonial nas situações de titularidade fiduciária.

V. Isto dito, é porém também evidente que os institutos e regimes jurídicos descritos revelam um significativo papel da autonomia privada (e em particular do contrato) na criação e modelação de um efeito de separação patrimonial¹⁰²⁷. Na realidade, os casos de separação patrimonial conhecidos no direito português não resultam sempre — nem sequer principalmente — de uma exclusiva e absorvente estatuição legal, independente da manifestação da vontade dos sujeitos afetados, e para fins previamente traçados de forma exaustiva. Ao invés, mesmo permanecendo válido o postulado segundo o qual o reconhecimento de um efeito de separação patrimonial depende sempre de habilitação legal, o percurso analítico que nos levou por distintas manifestações de segregação patrimonial no direito português deixou bem claro ser entregue à autonomia privada, ainda

¹⁰²⁶ No direito alemão, interessa notar uma vez mais que mesmo os autores que configuram o bem fiduciário como um património autónomo não o fazem pressupondo a eliminação do postulado da tipicidade dos fenómenos de segregação patrimonial; este permanece um comando normativo inequívoco, constituindo porém o *treuhänderische Sondervermögen* precisamente um dos casos *previstos e regulados* na lei — cf., na literatura da *Treuhand*, por exemplo, de LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 807 ss., e GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 82, este último concluindo só se poder falar de um *Sondervermögen* nos casos em que a ordem jurídica reconhece um dado acervo patrimonial como autónomo e independente, estatuinto a seu respeito regras específicas, não bastando, por isso mesmo, uma mera separação de facto; a tipicidade dos fenómenos de segregação patrimonial é igualmente reconhecida, num prisma mais geral, por LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 386 ss.; DAUNER-LIEB, *Unternehmen*, pp. 41 ss. Ainda que com fundamentos distintos, é esta a posição prevalecente na literatura italiana mais recente, mesmo no quadro do já assinalado processo de revisão e atualização dogmática do regime da responsabilidade patrimonial do devedor; cf., por exemplo, M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione”, p. 171; R. QUADRI, *La destinazione patrimoniale*, p. 333; NERI, *Il trust e la tutela del beneficiario*, p. 100; SPADA, “Persona giuridica e articolazioni del patrimonio”, p. 844; BIGLIAZZI-GERI, “Patrimonio autonomo e separato”, p. 292; IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 43 ss.; SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 368 ss.

¹⁰²⁷ Cf. BIGLIAZZI GERI, “Patrimonio autonomo e separato”, p. 292, notando que, na generalidade das manifestações dos fenómenos de segregação patrimonial, permanecendo esta sempre dependente de habilitação legal prévia, é a vontade do *dominus* que está na base da concreta destinação do acervo patrimonial em questão. Cf., em sentido próximo, M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione,” p. 176. QUADRI, *La destinazione patrimoniale, passim*, assinala as diferentes graduações do espaço reservado à autonomia privada nas diferentes tipologias de patrimónios separados consagrados no direito italiano

que com graus variáveis, a função de, através de ato unilateral ou de um contrato¹⁰²⁸, instituir em concreto o património separado, delimitar os bens que dele fazem parte, identificar os fins que com eles devem ser prosseguidos e os respetivos beneficiários¹⁰²⁹. É a este exercício da autonomia privada, incidindo diretamente sobre a esfera patrimonial dos sujeitos envolvidos, modificando-a, que é reconhecida inequívoca relevância externa, sendo o seu resultado genericamente oponível a terceiros¹⁰³⁰.

Esta *função organizatória* reconhecida à autonomia privada é tornada ainda mais evidente quando se notam com precisão as diferentes técnicas usadas na lei para o reconhecimento de fenómenos de separação patrimonial¹⁰³¹. Num primeiro grupo, a lei consente ou determina a constituição de um património separado como forma de prossecução de interesses por si previamente delimitados, respeitantes ao próprio titular do património separado ou, como é mais comum, de terceiros¹⁰³². Nestes casos, a lei identifica os sujeitos em questão, pondera os seus interesses e determina a estrutura jurídico-formal do património separado, bem como os efeitos que lhe surgem associados. Diferentes são depois aqueles outros casos em que a lei reconhece ao exercício da autonomia privada a produção de um efeito de separação patrimonial sem que porém delimite *ex ante* (senão em termos genéricos) os interesses a salvaguardar ou os fins a prosseguir; isto é, casos em que a separação patrimonial não pressupõe uma atividade económica tipificada, relevando apenas a afetação de um acervo patrimonial a um escopo *pré-constituído e pré-determinado*. Nestas

¹⁰²⁸ Assim, LA PORTA, *Destinazione di beni allo scopo e causa negoziale*, passim.

¹⁰²⁹ Assinala o papel conformador da autonomia privada na determinação de um efeito de separação patrimonial, IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 165 ss.

¹⁰³⁰ De resto, a relevância da autonomia privada na *robustecimento* da garantia geral não se manifesta apenas no fenómeno de especialização funcional da garantia, mediante a criação negocial de patrimónios separados, mas também no desenvolvimento de novas cláusulas contratuais ou mesmo de novas figuras negociais destinadas precisamente a assegurar esse fim; exemplo de estipulações contratuais desenvolvidas no quadro da autonomia privada para intensificar a tutela conferida pelo património geral do devedor são por exemplo as cláusulas *pari passu*, *negative pledge* e *cross default* (sobre estas, detalhadamente, PEREIRA DIAS, “Contributo para o estudo dos actuais paradigmas de cláusulas de garantia e/ou segurança”, pp. 827 ss.). Exemplo de uma figura contratual desenvolvida na *praxis* juscomercial no quadro da liberdade negocial dos agentes de mercado e precisamente com função de garantia é o chamado contrato de depósito *escrow* (cf., assinalando este propósito de *assegurar o cumprimento das obrigações*, MORAIS ANTUNES, *Do Contrato de Depósito Escrow*, pp. 218 ss.

¹⁰³¹ Cf. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 181 ss.; assinalando também as diferentes técnicas empregues na lei na definição dos institutos assentes num efeito de separação patrimonial, e em particular os casos em que é à autonomia privada que cabe a definição dos interesses a prosseguir em resultado da segregação patrimonial, GAMBARO, “Appunti sulla proprietà nell’interesse altrui”, p. 169.

¹⁰³² Assim sucede nas manifestações de segregação patrimonial em campos específicos, como o direito das sucessões — cf. o caso da substituição fideicomissária, em que o exercício da autonomia privada pelo testador é amplamente condicionado pela lei —, o direito da insolvência ou, ainda, nos mecanismos de segregação patrimonial utilizados para a emissão de valores mobiliários (cf. §11).

hipóteses, em que o quadro normativo revela uma textura mais aberta e não exige sempre a publicidade do ato de destinação e do conteúdo do acervo patrimonial separado, o efeito de separação patrimonial é associado a um tipo de situação jurídica que apresente certas características, deixando um amplo espaço de conformação para a autonomia privada na identificação dos interesses em concreto a prosseguir e do escopo a que aquele património estará finalisticamente afeto, como também na delimitação dos bens que integram o acervo patrimonial sobre o qual se projeta um tal efeito.

Daí que, antes que uma relação antitética, o que a análise dos fenómenos de segregação patrimonial reconhecidos no nosso direito parece sugerir é uma relação dialética e de complementaridade entre o princípio da responsabilidade patrimonial do devedor e a tutela da autonomia privada, sendo esta chamada a preencher o espaço — por vezes amplo — deixado pela lei na concretização de situações jurídicas de segregação patrimonial. A preocupação com a tutela e jurisdição do crédito não constitui afinal uma barreira intransponível, impondo sempre um espaço normativo plenamente preenchido pelos comandos legais. Pelo contrário, e mesmo sempre dentro de um quadro traçado pela lei, é deixado um amplo espaço à autonomia privada para modelar a esfera de garantia patrimonial de um sujeito. Este dado normativo encontra a sua manifestação mais evidente — ainda que não única — no regime do mandato sem representação, em que a neutralidade assumida pela lei relativamente aos interesses a prosseguir e ao escopo dos chamados bens do mandato tem como reverso da medalha o alargamento do espaço de conformação conferido à autonomia privada.

Por outro lado, é interessante notar que este espaço reconhecido à autonomia privada enquanto instrumento de conformação da esfera patrimonial de um sujeito é contrabalançado, no quadro dos diversos regimes analisados, por mecanismos específicos destinados a assegurar a tutela dos interesses potencialmente prejudicados pelo efeito de segregação e, em particular (ainda que não só), os interesses patrimoniais dos credores gerais do sujeito de cuja esfera é desagregado o acervo patrimonial separado. Mesmo variando de instituto para instituto, é possível identificar alguns traços comuns a estes mecanismos que — ao lado de cláusulas gerais de tutela de terceiros (*v.g.* abuso de direito) e, especificamente de credores (*v.g.* impugnação pauliana) — servem para equilibrar os interesses em jogo, evitando um exercício abusivo da autonomia privada em prejuízo de sujeitos não intervenientes no negócio que está na base do efeito de segregação patrimonial.

Desde logo, é transversal a preocupação em assegurar a tutela de credores titulares de pretensões anteriores à produção (ou formalização, quando exigida) do efeito de separação patrimonial, que por via de regra mantêm o acesso, ainda que eventualmente limitado, ao património separado. Depois, emerge como tendência comum à generalidade dos fenómenos de segregação patrimonial, em particular na autonomia patrimonial defensiva, a imposição de um dever material de manter separados os bens que integram o património geral e o ou os patrimónios separados de que um sujeito seja titular, de cujo respeito pode ficar dependente a própria oponibilidade a terceiros da segregação patrimonial. Emerge, como coordenada normativa transversal, um dever (fiduciário) de separação patrimonial, entendido como um *procedimento* imposto ao titular do acervo separado. Naqueles casos em que a separação patrimonial surge no quadro de relações jurídicas de interposição gestória, em que o titular do património separado atua por conta de terceiros, foi ainda possível identificar como tendência constante a imposição de deveres de prestação de contas pelo titular daquele acervo patrimonial perante os sujeitos beneficiários da separação.

VI. Quase sempre, na literatura, o reconhecimento de um património separado surge associado a um *efeito real*, convocado para assinalar a oponibilidade a terceiros da cisão operada na esfera patrimonial de um sujeito. Todavia, à luz dos resultados do percurso analítico atrás empreendido, deve ser agora inequívoca a distinção, que se impõe, entre o reconhecimento de relevância externa (*i.e.*, aquela oponibilidade a terceiros) que é conatural à segregação patrimonial, de um lado, e a natureza da posição jurídica em que se encontram investidos os sujeitos que dela beneficiam. Inexiste, na verdade, uma necessária interdependência entre a relevância normativa dos vínculos de afetação funcional e a natureza jurídica das posições subjetivas em jogo, designadamente a dos sujeitos que beneficiam daquele efeito de segregação patrimonial¹⁰³³. Por outras palavras, o reconhecimento de externalidades à posição jurídica do beneficiário da separação não implica, sempre e por princípio, a qualificação da posição jurídica deste beneficiário como jusreal, tal como, de resto, a projeção daquelas externalidades não coloca em crise a qualificação do direito do titular do património autónomo como tendencialmente pleno e exclusivo. O efeito de separação patrimonial parece resultar antes do reconhecimento da

¹⁰³³ Assim, escrevendo sobre o *trust* nos *mixed legal systems*, DE WALL/PAISLEY, "Trusts", pp. 837.

elasticidade do princípio do *numerus clausus* — e, de forma reflexa, ao conteúdo essencial da *propriedade* imputável do titular do património autónomo —, sacrificando, em determinadas circunstâncias, a respetiva oponibilidade em resultado da atribuição de efeitos típicos de um direito oponível *erga omnes* ao direito de crédito de que é titular o beneficiário da separação¹⁰³⁴. Ao invés, a posição do beneficiário da separação não é sempre enquadrável na categoria dos direitos reais¹⁰³⁵, ainda que o efeito de separação patrimonial imponha, para efeitos bem delimitados, a projeção externa do vínculo de afetação funcional que instrumentaliza a situação jurídica do titular do património autónomo¹⁰³⁶.

Uma vez mais, exemplo paradigmático disto que se acaba de expor é o caso do mandato sem representação, em que a tutela da posição em que fica investido o mandante se avizinha, em certos aspetos, daquela que é usualmente reservada aos direitos de natureza real, sem que porém assuma essa natureza¹⁰³⁷. As externalidades que são reconhecidas à posição do mandante — em particular, as que se fundam na norma central vertida no art. 1184.º — não implicam uma qualquer metamorfose para uma posição jurídica real ou quase-real¹⁰³⁸. Não surge nesta figura, portanto e de forma rígida, a oposição entre a natureza real ou obrigacional da posição jurídica dos sujeitos em conflito¹⁰³⁹. Mas, para além deste caso paradigmático, também no direito da insolvência a determinação da massa

¹⁰³⁴ Em sentido próximo, SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 140.

¹⁰³⁵ Assinalando a relevância de uma pretensão puramente obrigacional como fundamento de tutela num cenário de execução forçada, RAISER, “Funktionsteilung”, p. 172.

¹⁰³⁶ Nos *mixed legal systems*, não valendo a *equity* como fonte de direito de forma análoga ao que sucede nos direitos de *common law*, a posição do beneficiário é antes enquadrada como um direito de crédito *sui generis*, pois só dessa forma se conseguiriam compatibilizar as externalidades reconhecidas ao vínculo fiduciário com princípios vigentes naqueles direitos (nestes termos, por exemplo, GRETTON, “Trusts without Equity”, pp. 612 ss.; NORRIE/SCOBIE, *Trusts*, p. 4; REID, “Patrimony not Equity”, p. 432). Mais detalhadamente, cf. §3.4. De resto, na literatura comparativa centrada no fenómeno fiduciário, não é recente esta noção de que a segregação patrimonial não depende da identificação, na esfera do respetivo beneficiário, de um direito de natureza real, oponível *erga omnes* — veja-se, neste sentido, a obra clássica do comparatista francês P. LEPAULLE, *Traité Théorique et Pratique des Trusts*.

¹⁰³⁷ Cf. GRAZIADEI, “Proprietà fiduciaria e proprietà del mandatario”, pp. 8 ss., referindo-se ao regime do mandato sem representação vigente no *codice*, nota com interesse como esta diluição da fronteira entre a tutela de direitos reais e direitos pessoais não é mais do que o método seguido no direito italiano para alcançar o mesmo objetivo que, por exemplo no direito inglês, é alcançado com a dissociação do direito de propriedade.

¹⁰³⁸ Notando que, mesmo num contexto normativo de *civil law*, o efeito de separação patrimonial inerente à figura do *trust* não depende da qualificação da posição jurídica do beneficiário como “*privilegiada ou quasi-real*”, ou a uma qualquer titularidade dividida, GRETTON, “Trusts without equity”, p. 613 e pp. 619-620.

¹⁰³⁹ Recorrendo a uma expressão cunhada por HONORÉ/CAMERON/DE WALL, *Honoré’s South African Law of Trusts*, p. 559, o mandante é titular de um *protected right in personam*.

insolvente é permeável à consideração de certas posições jurídicas de natureza meramente obrigacional, ou que não beneficiam de qualquer causa de preferência de índole real¹⁰⁴⁰.

Tem inequívocas implicações dogmáticas esta conclusão. Afinal, a aplicação do art. 601.º, conjugado nos termos descritos com o art. 604.º/1 e 2, parece não se bastar com a identificação de posições jurídicas reais (de gozo ou garantia) que gravem os bens do devedor, conducentes ou não à criação de patrimónios separados. Impõe-se, também, a consideração das eventuais posições jurídicas obrigacionais a que, não obstante esta sua natureza, o direito posto reconheça externalidades. Em causa estão aqueles direito de crédito que têm como efeito característico a dissociação entre a propriedade de um bem e o interesse no aproveitamento desse bem, rompendo por isso a coincidência natural — que não se verifica no negócio fiduciário — entre o controlo sobre uma posição jurídica a alocação do respetivo resultado económico. Acresce que a análise dos casos em que tal sucede permite a identificação de alguns traços comuns a estes direitos de crédito merecedores de tutela especial perante terceiros. De forma consistente, tais posições materializam uma pretensão à transmissão de um determinado bem, ou simplesmente à sua entrega, mas em que o risco de perecimento daquele bem não corre, como é típico, por conta do respetivo proprietário — e devedor daquela obrigação¹⁰⁴¹. Na delimitação da esfera de garantia patrimonial, a lei parece ser sensível a esta particular distribuição do risco de destruição não culposa, em especial a respeito de bens que o devedor se encontra vinculado a (re)transferir para terceiro¹⁰⁴². São, no fundo, posições jurídicas que conferem um direito à transmissão de um direito (ou entrega de uma coisa) que, atentas as suas características e

¹⁰⁴⁰ Cf. §5.5.

¹⁰⁴¹ Isto é, situações em que o proprietário de um bem, que se encontra contratualmente vinculado a (re)transmitir ou entregar esse bem a um terceiro, se considera desonerado de uma tal obrigação em caso de destruição não culposa do bem que constitui o seu objeto, podendo porém exigir o cumprimento cabal dos direitos que a si lhe caibam. É assim no caso do mandato sem representação, em que num cenário de destruição não culposa dos bens do mandato, não está o mandatário obrigado a compensar ou indemnizar o mandante (por exemplo, adquirindo outros bens de igual valor e/ou natureza), podendo porém exigir deste o ressarcimento de todas as despesas e responsabilidades incorridas (cf. §5.1); como é também o caso da locação financeira, em que a destruição não culposa do bem locado, não obrigando por regra a uma obrigação de compensação por parte do locador, não desonera o locatário do cumprimento das obrigações a que se encontra adstrito (cf. §5.5). Sendo desconhecidas na doutrina portuguesa ponderações relacionadas com a alocação do risco de perda enquanto critério normativo relevante para a delimitação da esfera de garantia patrimonial do devedor, o mesmo não sucede noutros direitos, onde não constitui sequer uma direção recente; no direito alemão, já STIER, *Das sogenannte wirtschaftliche und formaljuristische Eigentum*, pp. 22 ss., o havia apontado, numa posição que mereceu acolhimento recente, por exemplo, em BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 307.

¹⁰⁴² Parece que o direito português acolhe a distinção entre as *Verschaffungsansprüche* e as *Herausgabensprüche*: estas últimas, fruto da particular alocação do risco, mereceriam no direito alemão, ao contrário das primeiras, tutela num contexto de insolvência do respetivo devedor (assim, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 262; GANTER, *Die Rechtsprechung*, pp. 262 ss.; PICHERER, *Sicherungsinstrumente*, p. 106).

considerando a alocação do risco de perda, a lei reconhece como funcionalmente equivalentes a uma posição jurídica de titularidade (real) de um direito real, e nessa medida merecedoras de um estatuto de oponibilidade reforçado.

VI. Tudo isto nos conduz, por fim, a uma outra constatação, que interessa como pano de fundo dogmático sobre o qual se irá desenrolar a análise subsequente: a de que não encontra adesão no direito positivo a concepção, hoje todavia ainda comum, segundo a qual a oponibilidade de uma situação subjetiva resulta em exclusivo da sua natureza jurídica¹⁰⁴³. Na verdade, não subsiste a uma análise séria o dogma de que existe uma ligação ontológica entre os direitos absolutos e o reconhecimento de oponibilidade a terceiros, tal como, inversamente, a inoponibilidade externa não surge inelutavelmente como consequência da titularidade de um direito relativo¹⁰⁴⁴. Da mesma forma que direitos reais podem ser inoponíveis a terceiros¹⁰⁴⁵, quando não se verifiquem certos requisitos de publicidade relacionados com o título de aquisição, também a puros direitos de crédito, em particular quando associados a expectativas de aquisição, pode afinal ser reconhecida eficácia externa reflexa, sendo, por isso e verificados os pressupostos juridicamente relevantes, oponíveis fora da relação obrigacional de onde emergem, mesmo que apenas para efeitos limitados¹⁰⁴⁶. Mais do que a simples consideração da natureza das posições jurídicas em confronto, releva um juízo de prevalência mais complexo, que não é insensível à particular *causa* e à conformação de interesses que subjaz ao negócio jurídico transmissivo das situações jurídicas em questão¹⁰⁴⁷. Ponderação essa que, mesmo sem colocar em causa a

¹⁰⁴³ Entre nós, a rejeição do caráter “universal, perene ou inquestionável” desta dicotomia é assumida por PINTO DUARTE, *Curso*, p. 322. É uma vez mais essencial recordar aqui a experiência em torno do trust nos *mixed legal systems*, onde está hoje consolidada a ideia segundo a qual a tutela *para fora* do *beneficial owner* não exige a metamorfose jusreal da posição jurídica em que este vem investido, sendo perfeitamente justificável (dogmática e metodologicamente) no quadro de um direito relativo, a exercer contra o *trustee*, mas a que a lei reconhece certas externalidades em contextos particulares. Assim, cf. REID, “Patrimony not Equity”, p. 430 ss.

¹⁰⁴⁴ Reconhecendo a mitigação das fronteiras entre obrigações e direitos reais, apesar de reiterar as diferenças de regime, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 420 ss.

¹⁰⁴⁵ COSTANZA, “Numerus clausus”, pp. 438 ss., sugere um terceiro *genus* de posições jurídicas, considerando precisamente as situações reais atípicas. Noutro local (*Il contratto atípico*, p. 145), a mesma autora rejeita a possibilidade de afirmar em termos absolutos e ontológicos a distinção entre direitos reais e de crédito.

¹⁰⁴⁶ Sobre a relevância externa de certos direitos de crédito, no âmbito da dogmática do *trust*, cf. LANGBEIN, “The Contractarian Basis of the Law of Trusts”, pp. 625 ss.

¹⁰⁴⁷ Sugerir esta ideia implica transportar o terreno da análise para o tema central do princípio do consensualismo, da sua relevância e dos seus limites, tema que não pode ser aqui abarcado em toda a sua dimensão. Interessa, ainda assim, notar como o modo de transmissão de direitos é no direito hodierno envolto numa muito maior complexidade, relevando, para além do contrato, fatores adicionais como a entrega ou o registo. Na realidade, o consenso não logra sempre a transmissão da situação proprietária plena, podendo em

natureza real de certas situações proprietárias, permite reconhecer a uma posição jurídica obrigacional prevalência sobre pretensões pretensamente dotadas de oponibilidade forte¹⁰⁴⁸.

Em síntese, o percurso analítico parece ter demonstrado que, designadamente para efeito da delimitação da esfera de garantia patrimonial do devedor, a oponibilidade de uma situação jurídica não deriva da sua natureza, mas antes do respetivo título de aquisição (por regra, um ato negocial transmissivo), das suas características e da estrutura da relação jurídica que dele emerge¹⁰⁴⁹. A oponibilidade a terceiros, num cenário de conflito entre credores titulares de pretensões incompatíveis, parece um predicado do facto jurídico — o negócio jurídico transmissivo — e não unicamente, como é usual afirmar-se, da natureza do direito em questão¹⁰⁵⁰. Mais do que a qualificação do direito, releva para a determinação da eficácia no confronto com terceiros a valoração de congruência entre o título de aquisição e um qualquer determinado esquema legal típico¹⁰⁵¹.

concreto um direito de propriedade ser simultaneamente pleno e absoluto, e portanto real, no confronto com alguns sujeitos, e relativo no confronto com outros (em sentido próximo, P. MANES, *Fundazione fiduciaria e patrimoni allo scopo*, p. 141).

¹⁰⁴⁸ Cf. COSTANZA, “Numerus clausus”, p. 437.

¹⁰⁴⁹ A dogmática dos atos jurídicos transmissivos de direitos patrimoniais foi sempre condicionada por uma perspetiva rigidamente unificante do direito de propriedade, predominante na literatura jurídica *romano-germânica* (MANES, *Fundazione fiduciaria e patrimoni allo scopo*, p. 139). Consequência disso, permanece hoje uma leitura também unitária dos modos de transmissão da propriedade. Isto apesar do direito posto. Na verdade, é mais uma vez marcada a assimetria entre a dogmática prevalecente e um ordenamento jurídico em que vigoram institutos jurídicos assentes em atos jurídicos translativos cujo resultado é, na realidade, a transmissão para o adquirente de um direito intrinsecamente limitado, porque nele vem impresso um vínculo de afetação finalística (v.g. o mandato sem representação). Mais adequado parece a afirmação de uma visão atomística dos modos de transmissão da propriedade, a fim de aferir qual é efetivamente o conteúdo da posição jurídica transmitida.

¹⁰⁵⁰ Assim, MANES, *Fundazione fiduciaria e patrimoni allo scopo*, p. 143.

¹⁰⁵¹ Cf. L. NANNI, *L’interposizione di persona*, pp. 147-148. Disto que acaba de ser sugerido resulta uma outra constatação, patente já no percurso juscomparativo (cf. §3.4): a própria noção de direito de propriedade surge em evolução e a sua natureza absoluta afinal relativizada, em função da projeção de regimes de oponibilidade distintos, decorrentes da positivação de critérios de prevalência de situações jurídicas potencialmente conflituantes. Nota, na literatura italiana, G. VETTORI, *Consenso traslativo e circolazione dei beni*, p. 99, que afinal o caráter absoluto do direito de propriedade vai variando consoante a valoração feita pelo direito positivo de diversos bens jurídicos considerados dignos de tutela.

§6.º Negócio fiduciário, titularidade fiduciária e segregação patrimonial: a delimitação da esfera de responsabilidade patrimonial do fiduciário

6.1 A vocação geral da disciplina do art. 1184.º e o conflito entre fiduciante e credores gerais do fiduciário; a *prevalência condicional* do princípio da responsabilidade patrimonial sobre a tutela da autonomia privada. Considerações em torno da dogmática geral da responsabilidade patrimonial: a superação do paradigma da titularidade

I. As conclusões atrás formuladas serviram para demonstrar a consolidação de um modelo normativo consistente e disseminado por diversos quadrantes do sistema jusprivatístico, em que *propriedade e função* se intercetam de forma intensa, contrariando o dogma da identidade plena e natureza sempre absoluta das situações jurídicas de cariz *propriário*. Ficou igualmente claro que a esses modelos particulares de propriedade, fruto da valorização da natureza instrumental que lhe é inerente e da sua vinculação a um escopo, vem associado, de forma também consistente e sistemática, um especial regime de responsabilidade por dívidas, assente no reconhecimento de um efeito de segregação patrimonial na esfera do *propriário* dos bens. Em paralelo, conclui também que, mesmo neste quadro dogmático *atualizado*, em que afinal a autonomia privada assume um papel significativo — ainda que de grau variável — na definição do *património expropriável* de um sujeito, a separação patrimonial permanece um efeito jurídico dependente de habilitação legal. Dessa constatação não resulta, porém, que o ordenamento não disponha de um modelo normativo que, encerrando já uma ponderação dos interesses conflitantes em jogo e estabelecendo certos limites, autorize e reconheça de forma genérica um efeito de separação patrimonial nas situações de titularidade fiduciária.

Servindo como pano de fundo dogmático de inquestionável utilidade, o que até aqui se concluiu não permite ainda, todavia, oferecer uma resposta definitiva ao problema geral da responsabilidade dos bens fiduciários por dívidas pessoais do fiduciário. Falta dar um passo decisivo, que é o de traçar de forma rigorosa a relação que se estabelece entre separação patrimonial e autonomia privada, comprovando a hipótese — que tem vindo a ser sugerida e que encontra paralelo noutros ordenamentos de *civil law* — segundo a qual o art. 1184.º, ao estatuir a oponibilidade aos credores gerais do mandatário da posição jurídica do

mandante, encerra na verdade uma ponderação cujo âmbito não se delimita ao mandato sem representação, sendo antes genericamente aplicável às situações de titularidade fiduciária gestória. Uma vez comprovada a vocação geral daquele preceito, este emergirá, de forma natural, como a norma habilitadora do reconhecimento de efeitos externos — materializados num efeito de separação patrimonial, enquadrado na parte final do art. 601.^o — aos negócios jurídicos que, mesmo quando não plenamente reconduzíveis ao modelo legal do mandato, resultem em situações de titularidade fiduciária com fins gestórios. Ficará assente que aquele efeito de separação patrimonial pontual mas sistematicamente associado às situações de titularidade fiduciária reguladas é, a partir daquela norma positivada para o mandato sem representação, afinal reconhecido à generalidade das situações de titularidade fiduciária; e estarão aí reunidas as coordenadas para dar resposta ao primeiro problema fundamental da dimensão externa da relação fiduciária.

II. Para sustentar uma tal vocação geral do art. 1184.^o, interessa começar por recuperar aquela dicotomia entre as regras que, no regime do mandato, visam regular a chamada *relação interna* — *i.e.* a relação contratual estipulada entre mandante e mandatário — e que, por isso, se ocupam do chamado *elemento obrigacional*, e aquelas que tratam, ao invés, de certos aspetos relacionados com a situação proprietária em que fica (fiduciariamente) investido o mandatário — *i.e.* o *efeito real* decorrente da execução do mandato sem representação, em qualquer uma das suas modalidades¹⁰⁵². Não sendo a única, a norma vertida no art. 1184.^o destaca-se como exemplo paradigmático daquela segunda categoria; distinguido o plano obrigacional do mandato do plano referente à titularidade fiduciária, aquele preceito atua exclusivamente no segundo — o da regulação do *estatuto proprietário* reconhecido ao mandatário —, contendo em si o critério normativo para a resolução *ex ante* do conflito entre diferentes classes de credores com pretensões potencialmente incompatíveis sobre os bens em questão. Em suma, a previsão do art. 1184.^o é uma situação de *titularidade fiduciária*, enquanto efeito típico de um negócio fiduciário, e

¹⁰⁵² Sobre esta distinção, detalhadamente, cf. §5.1. Reconhecem-na, para a partir dela notar a vocação potencialmente expansiva das disposições que integram a segunda categoria, SALAMONE, *Gestione e Separazione Patrimoniale*, pp. 231 ss., e, entre nós, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 222-223. Num esforço de aprofundamento dogmático, pode mesmo dizer-se que esta segunda categoria de normas, que na verdade constituem o embrião do quadro normativo da titularidade fiduciária, têm como objeto de regulação algo próximo do conceito de *atuação neutral* (*neutrales Handeln*), da autoria de DÖLLE, “Neutrales Handeln”, pp. 173 ss., e que, como vimos, constitui esteio essencial do suporte dogmático da construção de COING e de outros autores que sustentam a autonomia do património fiduciário (cf. §3.1).

não uma *relação fiduciária* particular¹⁰⁵³; sendo embora positivada no regime do mandato, a *factispecie* daquela disciplina não se identifica, consome ou confunde com o conteúdo característico e próprio do contrato de mandato, visando antes traçar o estatuto de oponibilidade a terceiros (e a uma particular categoria de terceiros: os credores do fiduciário) de um caso típico de titularidade fiduciária.

A esta constatação, por si só bastante para demonstrar que o art. 1184.^o não tem com o contrato de mandato uma relação indissolúvel — e, portanto, reveladora da potencial vocação expansiva daquele preceito para outras situações análogas de titularidade fiduciária —, acresce uma consideração de índole teleológico-sistemática, que permite apreender decisivamente a *norma final* que aquela disciplina encerra. É que também na intenção normativa que subjaz àquele preceito não é identificável a valorização de qualquer característica exclusiva (ou pelo menos própria) do contrato de mandato sem representação; pelo contrário, aquela intenção normativa é plenamente generalizável às situações de *titularidade funcionalizada* emergentes de negócio fiduciário gestório, o que não pode deixar de se refletir na normatividade do art. 1184.^o¹⁰⁵⁴. Com efeito, não justifica o alcance do art. 1184.^o uma qualquer *particularidade* do mandato, estrutural ou funcional, que não se encontre na generalidade dos negócios fiduciários e das situações de *propriedade fiduciária*. A *razão de ser* daquele preceito não se prende, por exemplo, com uma suposta cognoscibilidade, perante terceiros, da atuação do mandatário em nome próprio mas por conta do mandante¹⁰⁵⁵; nem tão pouco com a restrição aos casos em que o bem do mandato

¹⁰⁵³ Na literatura italiana, identificando no art. 1707 *codice* a regulação de uma situação de titularidade fiduciária, GRAZIADEI, “Mandato”, p. 172, e GAMBARO, “I trusts e l’evoluzione del diritto di proprietà”, p. 62.

¹⁰⁵⁴ A identidade teleológica é, de resto, talvez o principal fundamento daquelas doutrinas que, amplamente difundidas noutros ordenamentos continentais, resolvem este problema fiduciário recorrendo a regras positivadas para o contrato de mandato (ou, no direito alemão, de comissão). Assim, no direito italiano, CALVO, *La proprietà*, p. 170; JAEGER, *La separazione*, p. 341; LUMINOSO, “Mandato”, p. 281; MORELLO, “Fiducia e negozio fiduciario”, p. 89; NERI, *Il trust*, p. 117; para o direito suíço, HOFSTETTER, “Der Auftrag”, p. 135; THÉVENOZ, “La fiducie”, p. 319; WIEGAND, “Trau, schau wem”, pp. 582 ss.; ROSSIER, “Etude comparée”, p. 893; no direito alemão, o caráter principiológico do §392HGB, cuja ponderação seria extensível à generalidade das situações fiduciárias, mesmo puramente juscivilistas, é sustentado, entre outros, por BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 196; BÖHM, *Auslegung*, pp. 68 ss.; DRESSLER, *Anwendung*, pp. 130 ss.; HAGER, “Prinzipien”, p. 250; MARTINEK, “Geschäftsbesordnungsrecht”, p. 381, e STAUDINGER/MARTINEK, *prenot. §662*, p. 156; SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, pp. 126 ss.; SCHLESS, *Mittelbare Stellvertretung*, pp. 79 ss.; SCHWARK, “Rechtsprobleme”, p. 781; e TEBBEN, *Unterbeteiligung*, p. 114.

¹⁰⁵⁵ Pelo contrário, é inequívoco que o fundamento que subjaz à solução consagrada no art. 1184.^o não reside numa suposta cognoscibilidade da atuação do mandatário por conta do mandante, que não é necessária, nem sequer regra. Conhecendo o caráter gestório da atuação do mandatário, dir-se-ia, os credores não poderiam depois agredir os bens do mandato como se estes se encontrassem plenamente na sua esfera. É uma argumentação análoga, ainda que com fundamentos mais sólidos, que leva parte da doutrina alemã a rejeitar um alargamento da norma vertida no §392 HGB à generalidade das relações fiduciárias, em particular às de natureza civilistas. Tratando-se de uma disposição especificamente prevista para o contrato de comissão, a

é adquirido a terceiro (mandato para adquirir)¹⁰⁵⁶ ou, em alternativa, quando é transferido diretamente pelo mandante ao mandatário¹⁰⁵⁷; nem, ainda, com o curto período em que o mandatário ficaria investido na propriedade dos bens do mandato, em suposto contraste

tutela que ela assegura ao comitente justificar-se-ia pela atuação profissional, e por isso por natureza aparente e cognoscível, do comissário/fiduciário — assim, cf. CANARIS, “Verdinglichung”, p. 424; GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, pp. 416 ss.; GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 37 ss.; STAUB/KOLLER, *Handelsgesetzbuch §§383-424*, pp. 152-154; na literatura mais recente, também LÖHNIG, *Treuhand*, pp. 750 ss.; sobre este ponto, e designadamente a respeito dos contra-argumentos formulados por parte significativa da doutrina, que rejeitam que a *Erkennbarkeit* constitua o fundamento normativo do particular regime consagrado no §392 HGB, cf. §3.1, com indicações bibliográficas. Ora, entre nós, este particular estatuto reconhecido a uma situação de titularidade fiduciária surge no quadro do mandato civil, não pressupondo, por isso, qualquer requisito de atuação com relevância externa da parte do mandatário, muito menos a título profissional. Se é verdade que o mandato pressupõe a prática de um ato jurídico, cujos efeitos se devem, na sua modalidade não representativa, repercutir indiretamente na esfera do mandante (daí tratar-se de um ato jurídico alheio — cf. PESSOA JORGE, *O mandato sem representação*, pp. 192 ss., e J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 92), tal não significa que, perante terceiros, isso tenha imperativamente de ser assinalado pelo mandatário. Comprovando isto que se acaba de dizer, veja-se o teor do art. 266.º CCom, que a respeito do contrato de comissão — o mandato comercial não representativo — o define como o contrato através do qual o *mandatário executa o mandato mercantil sem menção ou alusão alguma ao mandante, contratando por si e em seu nome, como principal e único contraente*; nem aí se exige qualquer cognoscibilidade da atuação gestória do comissário, o que nem assim impede a aplicação da disciplina prevista no art. 1184.º. Não é por isso seguramente um elemento apenas *eventual* da relação jurídica emergente do mandato sem representação — a sua cognoscibilidade para os credores do mandatário — que explica a tutela reforçada que o art. 1184.º confere à posição do mandante/fiduciante, mas sim, como já assinalado, a natureza instrumental da titularidade em que fica investido o mandatário/fiduciário, vazia de qualquer conteúdo económico. Neste sentido, mesmo considerando a particular inserção sistemática do §392HGB, cf. ainda, K. SCHMIDT, *Handelsrecht*, p. 892, encontrando o fundamento daquele preceito no carácter fiduciário (*Treuhandcharakter*) da posição do comissário/fiduciário.

¹⁰⁵⁶ Recorde-se o que atrás ficou dito a respeito da inclusão, no âmbito de aplicação do art. 1184.º, da situação jurídica em que fica investido o mandatário em execução de um mandato para alienar, quer quanto ao bem fiduciariamente transferido pelo mandante, quer quanto ao produto da alienação; também esta modalidade do mandato segue o modelo da dupla transferência, pressupondo uma prévia transmissão da propriedade do bem do mandante para o mandatário, para subsequente alienação (contra, como vimos, J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, pp. 122 ss., e, recentemente, C. MONTEIRO PIRES, *Alienação em garantia*, p. 232). Significa isto que subjacente a este preceito e à sua intencionalidade normativa, não há qualquer limitação a situações em que a titularidade fiduciária resulte da aquisição de um bem a terceiro.

¹⁰⁵⁷ Ficou também claro aquando da *dissecação* do art. 1184.º, da sua *ratio* e do seu campo de aplicação que não tem entre nós qualquer fundamento uma exigência análoga à que, ainda hoje, assume preponderância no ordenamento alemão, segundo a qual, salvo raras exceções (de que as *Treuhandkonto* são o caso mais relevante), apenas nos casos em que o bem fiduciário seja diretamente transferido do *Treugeber* para o *Treuhänder* se estará perante uma verdadeira relação fiduciária (*echte Treuhand*), passível de conferir ao fiduciante tutela face aos credores gerais do fiduciário. (Sobre esta particularidade da dogmática germânica da fidúcia, e em particular sobre as sucessivas vagas doutrinárias que a procuram eliminar, cf. §3.1). Entre nós, uma tal restrição não encontra qualquer respaldo na letra do art. 1184.º, para além de, recorrendo a um argumento utilizado por alguns autores alemães, atribuir relevância a um elemento — a proveniência de um dado bem — que é na realidade *estranho* ao sistema (*Systemfremd*), a expressão é de CANARIS, “Verdinglichung”, p. 30). Mas, mais relevante do que isso, tal exigência seria manifestamente incompatível com a intenção normativa deste preceito, conduzindo a uma diferenciação de regimes de oponibilidade a situações que, de um prisma material, são absolutamente idênticas (na literatura alemã, apontam esta incongruência teleológica do *Unmittelbarkeitsprinzip*, cf., por exemplo, HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, pp. 53 ss., e MARTINEK, “Geschäftsbesordnungsrecht”, pp. 367 ss.) Daí que esta regra de oponibilidade estatuída no art. 1184.º seja aplicável ao caso modelar do mandato para aquisição, mas também ao mandato para alienação (impondo a separação quer do bem transferido pelo mandante para o mandatário para posterior alienação, quer do produto desta) e ao mandato para gestão ou cobrança (impondo a separação dos bens gerados por esta atuação de gestão) — cf. §5.2.

com a natureza alegadamente duradoura do negócio fiduciário¹⁰⁵⁸. Por seu turno, também as condições de que depende em concreto a separação dos bens do mandato não encontram o seu fundamento no tipo contratual do mandato, permanecendo plenamente justificada a sua exigibilidade noutras situações jurídicas a que a lei pretenda associar um efeito de segregação patrimonial à impressão de um vínculo de destinação sobre um determinado acervo de bens¹⁰⁵⁹.

Avaliada de um prisma finalístico a norma vertida no art. 1184.º, dela decorre a desconsideração, para efeito da delimitação da esfera do mandatário/fiduciário, de um conjunto de bens dos quais ele não é o efetivo beneficiário económico, que não representam para a sua esfera um qualquer *acréscimo patrimonial* e dos quais não tem plena disponibilidade, para além de que, fruto de um vínculo obrigacional, devem ser (re)transferidos para o mandante/fiduciante. Em suma, o efeito de separação patrimonial que o art. 1184.º habilita surge como consequência da valorização do vínculo de afetação funcional que grava os bens do mandato, que instrumentaliza a posição proprietária do mandatário — tornando-a desprovida de conteúdo económico¹⁰⁶⁰ — e, portanto, como forma de assegurar uma plena *equiparação económica* entre a situação em que, por referência ao acervo fiduciário, se encontra o mandatário/fiduciário e aquela reconhecida

¹⁰⁵⁸ Sem dúvida de rejeitar devem ser aquelas posições que, em particular nos direitos italiano e suíço, encontram o fundamento da especial tutela conferida ao mandante numa suposta transitoriedade do mandato; é por exemplo a posição, na literatura suíça, de WÄLLI, *Das reine fiduziarische Treuhand*, p. 38 (cf. §3.2). Uma vez mais, nada no regime do mandato exige ou pressupõe um carácter episódico ou temporalmente limitado da relação contratual, nada impedindo que esta perdure ao longo do tempo, envolvendo a prática sucessiva de atos jurídicos pelo mandatário por conta do mandante, ou que imponha ao mandatário obrigações duradouras (cf., a este respeito, VIDEIRA HENRIQUES, *A Desvinculação Unilateral*, pp. 196 ss.). Há de resto algumas disposições legais no regime do mandato que, se não pressupõem uma relação duradoura, são pelo menos nesse contexto muito mais adequadas — cf., por exemplo, o art. 1161.º-b) e d —, que impõem ao mandatário o dever de prestar informação ao mandante sobre *o estado da gestão* e o dever de prestação de contas findo o mandato ou quando o mandante o exigir, bem como o art. 1168.º, que trata da suspensão do mandato). Assim sendo, a adoção de um tal critério distintivo do mandato face à categoria geral do negócio fiduciário — ainda para mais quando a partir dela se procurasse justificar a limitação da tutela oferecida pelo art. 1184.º às puras situações de mandato sem representação — seria não apenas artificial e formalista (assim, DUNAND, *Le transfert fiduciaire*, pp. 36-37), mas manifestamente incompatível com a razão de ser daquele preceito.

¹⁰⁵⁹ O efeito de separação patrimonial dos bens do mandato está sujeito a certas condições (cf. §5.1), que revestem natureza predominantemente formal, destinando-se a evitar a fraude aos credores do mandatário, mas que em nada afetam a vocação de aplicação geral desta disciplina às situações de titularidade fiduciária — neste sentido, referindo-se aos requisitos estabelecidos de forma algo paralela no direito italiano, JAEGER, *La separazione*, p. 341, e novamente pp. 384-385.

¹⁰⁶⁰ Assim demonstrando que “a lei portuguesa acolhe, para certos efeitos e se verificados determinados pressupostos, a distinção entre a propriedade formal e substancialmente própria e a propriedade formalmente própria mas substancialmente alheia” — cf. PEREIRA DAS NEVES, *Cessão de Créditos em Garantia*, p. 523.

aos seus credores gerais¹⁰⁶¹. Ora, tudo isto são traços comuns a qualquer situação de titularidade fiduciária, seja ela resultante de um contrato de mandato, seja de um outro arranjo contratual de natureza fiduciária. Adotada uma perspectiva metodológica que privilegie a harmonia teleológica do sistema, não se justifica, por tudo o que ficou dito, uma distinção no plano normativo¹⁰⁶².

Assim delimitada de forma rigorosa a previsão normativa do art. 1184.^o, mas acima de tudo assim valorizada a vocação geral da intenção normativa em que aquele preceito assenta — e que se multiplica por outros institutos disseminados pelo sistema —, é com segurança que se conclui que ele encerra, afinal, uma ponderação normativa comum a todas as situações de titularidade fiduciária, mesmo aquelas que emergem de uma relação contratual atípica, não reconduzível plenamente ao contrato de mandato. Por outras palavras, reconhecido a partir de um percurso hermenêutico cuidado este seu *Modellcharakter*¹⁰⁶³, o art. 1184.^o emerge como critério geral de delimitação da esfera de responsabilidade patrimonial nas situações jurídicas fiduciárias, assegurando uma composição adequada dos interesses conflitantes em jogo¹⁰⁶⁴. Se a consideração desta

¹⁰⁶¹ Cf. KÜPPER, “Treuhandrische Unternehmensbeteiligung”, p. 6, notando que em qualquer situação de titularidade fiduciária, e não apenas no mandato sem representação, os credores gerais do proprietário não devem ter acesso, para satisfação dos seus créditos, a um acervo patrimonial que não foi adquirido por aquele titular para enriquecimento próprio ou aumento da sua massa de responsabilidade, mas apenas se encontram sob o seu domínio (temporário) servindo um propósito fiduciário. Análoga é a já referida construção de JAEGER, *La separazione*, p. 341, segundo a qual os credores gerais do fiduciário não devem ser considerados, quanto à relação fiduciária, verdadeiros terceiros, mas antes ser investidos na posição em que, face ao fiduciante, se encontrava o fiduciário. Entre nós, é acertada a síntese proposta por PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 222, “o legislador, criado uma verdadeira ‘titularidade fiduciária’ no mandatário, apressou-se a retirar no âmbito da penhora: a irresponsabilização dos referidos bens pelas obrigações do mandatário”.

¹⁰⁶² Numa perspectiva metodológica geral, vale como pano de fundo o postulado *nihil sine ratione*, que obriga o intérprete a não considerar nunca *casual* o alcance normativo de uma disposição, reconhecendo-lhe antes um desígnio, uma ordem ou uma lógica, a respeitar em sede de interpretação (cf. CHISSONE, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, p. 110). Deste postulado resulta uma importante diretiva interpretativa relacionada com a coerência e harmonia teleológico-sistemática, que impede o intérprete de, a partir de uma particular disposição legal, extrair uma norma incongruente ou em desarmonia com a teleologia que lhe subjaz. Daí que, nas palavras de CASTANHEIRA NEVES, *Metodologia Jurídica*, p. 267, “o sentido jurídico da norma se determina decisivamente pela sua práctico-teleológica intencionalidade normativa” vendo “delimitado o seu âmbito jurídico-objectivo até onde essa intencionalidade justifique”. Transpostas para o problema em concreto, o que destas coordenadas metodológicas resulta é a impossibilidade de ler no art. 1184.^o um sentido que afinal se revela contrário à sua teleologia e à sua projecção coerente no sistema. E tal sucederá, chegando-se a um resultado intolerável de um prisma metodológico, se se pretender limitar o efeito de separação patrimonial à propriedade do mandatário, deixando de fora outras situações jurídicas que, embora de natureza fiduciária, não têm na sua génese uma relação contratual plenamente reconduzível ao contrato de mandato.

¹⁰⁶³ Cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 262.

¹⁰⁶⁴ Cf. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 324, notando, a respeito do art. 1707 *codice*, tratar-se de uma norma que, independentemente do (tipo de) negócio jurídico que está na base de uma determinada atuação de gestão por conta e no interesse de outrem, regula a oponibilidade a terceiros (em particular, a credores) de uma atribuição patrimonial ao gestor destinada à prossecução de um fim específico.

vocação geral da intenção normativa que subjaz ao art. 1184.^o seria por si só bastante para alargar o alcance normativo deste preceito a um conjunto amplo e aberto de esquemas e técnicas contratuais reconduzíveis na sua essência ao fenómeno da gestão fiduciária, esta conclusão sai definitivamente reforçada quando se convoca a aplicação do art. 1156.^o, preceito que vem confirmar a vocação expansiva do regime do mandato como o tipo legal modelar das situações de atuação jurídica destinadas a assegurar a gestão de posições económicas e interesses alheios¹⁰⁶⁵.

III. Esta preocupação de harmonia sistemática não encontra o seu fundamento apenas no plano da lei ordinária, sendo reforçada quando no processo hermenêutico em torno do art. 1184.^o se considera, também, a relevância conformadora da Constituição e da tutela constitucional da propriedade. Como se sabe, o direito de propriedade, tal como configurado enquanto objeto de garantia constitucional (cf. art. 62.^o CRP), não se identifica com o conceito civilístico de propriedade¹⁰⁶⁶. Ao invés, a estreita ligação entre propriedade e liberdade individual, em que radica o fundamento daquela tutela constitucional da propriedade¹⁰⁶⁷, impôs na Constituição a adopção de um *conceito amplo de propriedade*¹⁰⁶⁸, apto a capturar a generalidade dos direitos subjetivos de natureza patrimonial e que inclui

¹⁰⁶⁵ Interessa deixar claro que, pelas razões expostas, este alargamento do regime disposto no art. 1184.^o não implica uma qualquer operação de extensão analógica e, portanto, a identificação de uma lacuna respeitante à generalidade atuações gestórias de natureza fiduciária não reconduzíveis ao modelo do mandato sem representação. A consideração da aludida vocação geral da *intenção normativa* que subjaz ao art. 1184.^o, a que acresce uma correta distinção do seu escopo normativo, não permite concluir que subjacente àquele preceito está o propósito de regular exclusivamente a situação proprietária em que fica investido o mandatário. Não há por isso, quanto ao negócio fiduciário de gestão (e quanto à situações de titularidade fiduciária dele emergente), em rigor, um vazio normativo. Do que se trata é antes de uma interpretação extensiva, imposta por preocupações de coerência teleológica e sistemática, de modo a extrair do art. 1184.^o uma norma final que inclua naquele particular regime de oponibilidade situações estrutural e funcionalmente idênticas, mas não diretamente capturadas pelo sentido literal daquele preceito (sobre a *interpretação extensiva* e a *extensão teleológica*, cf. BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao direito*, pp. 185-186). Já assim não será, em minha opinião, quando se pretenda estender o alcance normativo do art. 1184.^o a outro tipo de situações, em que um percurso metodologicamente (ainda) mais cuidado se impõe: será assim a respeito das situações de titularidade fiduciária com fins de garantia (cf. nota 1101), como será, também, a respeito das situações em que o fiduciário, em violação do *pactum fiduciae*, disponha do bem fiduciário em benefício de credores pessoais seus (cf. §7.^o). Sustentando a aplicação direta do art. 1184.^o a *hipóteses em que o negócio fiduciário para administração possa ser qualificado como um mandato ou como um contrato atípico de prestação de serviços*, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 219-220 (e nota 485).

¹⁰⁶⁶ É opinião que, para além acolhida na jurisprudência do Tribunal Constitucional, merece adesão ampla na doutrina; assim, por exemplo, GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *CRP Anotada*, I, p. 800; RUI MEDEIROS, *CRP Anotada* (J. MIRANDA/R. MEDEIROS), II, pp. 1246 ss.; PINTO DUARTE, *Curso*, pp. 616 ss.

¹⁰⁶⁷ Por todos, RUI MEDEIROS, *CRP Anotada* (J. MIRANDA/R. MEDEIROS), II, p. 1246.

¹⁰⁶⁸ Cf. M. NOGUEIRA DE BRITO, *A justificação da propriedade privada*, p. 902.

não apenas direitos reais menores¹⁰⁶⁹, mas também a titularidade de participações sociais¹⁰⁷⁰ ou mesmo de direitos de crédito¹⁰⁷¹. Nas palavras de um autor, “pode dizer-se que, no sentido constitucional do termo, por propriedade se entende a titularidade de um direito patrimonial”¹⁰⁷². A consequência da relevância normativa de um tal conceito amplo é, como assinala a doutrina autorizada, uma efetiva descaracterização da ideia de propriedade face ao seu *figurino originário de garantia absoluta de livre utilização e disposição exclusiva de um determinado bem*¹⁰⁷³, o que implica o alargamento da tutela constitucional, modelada pela lei ordinária, a situações jurídicas que, sem prejuízo da sua natureza civilístico-formal, se apresentem análogas de um prisma do seu *resultado económico*. Emerge assim, enquanto objeto da garantia constitucional, a noção de *património*¹⁰⁷⁴, muito mais relacionado com a fruição material do que com *uma forma jurídica não significativa do ponto de visto económico*¹⁰⁷⁵.

Ora, é indiscutível que o art. 1184.º serve esse propósito, aproximando a tutela de uma peculiar posição creditícia, mas que de um prisma substancial se aproxima da de um *proprietário*, à tutela tipicamente conferida a um titular de um direito real. Neste quadro, a única interpretação que respeita esta função tutelar do art. 1184.º e se mostra conforme à injunção constitucional de tutela do *património* será aquela que não conduza a uma distinção entre situações que, de um prisma funcional e patrimonial, são afinal idênticas.

IV. Assim comprovada a valência geral da ponderação normativa que o art. 1184.º encerra, torna-se possível transportar a discussão para um plano anterior e mais geral, assinalando a função abrangente que, no quadro do sistema, aquele preceito desempenha na

¹⁰⁶⁹ Cf. PINTO DUARTE, *Curso de Direitos Reais*, p. 317.

¹⁰⁷⁰ Assim, na jurisprudência do Tribunal Constitucional, por exemplo, Ac. n.º 491/02, Ac. n.º 372/03 e Ac. n.º 273/04. Sobre a extensão da garantia constitucional da propriedade privada à chamada *propriedade organizada societariamente*, ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*, pp. 110 ss.

¹⁰⁷¹ Cf. GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *CRP Anotada*, I, p. 800; RUI MEDEIROS, *CRP Anotada* (J. MIRANDA/R. MEDEIROS), II, pp. 1246-1247; PINTO DUARTE, *Curso*, p. 317; ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*, p. 105.

¹⁰⁷² Cf. C. ALBERTO VIEIRA, *Direitos Reais*, p. 660.

¹⁰⁷³ Assim, GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *CRP Anotada*, I, p. 800.

¹⁰⁷⁴ Cf. MENEZES CORDEIRO, “A Garantia Patrimonial Privada”, p. 371, notando ainda que, “em sentido amplo, o mesmo termo [propriedade] traduz os diversos direitos de conteúdo patrimonial, sendo manifesto, hoje em dia que os mais significativos não têm sequer, natureza real”; cf., também, M. LÚCIA AMARAL, *Responsabilidade do Estado e Dever de Indemnizar do Legislador*, p. 530 e p. 548.

¹⁰⁷⁵ Cf. PINTO DUARTE, *Curso de Direitos Reais*, p. 317.

mediação da tensão que opõe o princípio da responsabilidade patrimonial do devedor e o princípio da tutela da autonomia privada. É sabido como no âmbito das discussões metodológicas em torno da distinção entre *princípios* e *regras*¹⁰⁷⁶ é tipicamente apontado como traço diferenciador o modo de resolução de conflitos entre aquelas categorias de normas¹⁰⁷⁷. Sendo certo que — mesmo que em graus distintos — princípios e regras jurídicas partilham a característica da *inconclusividade*¹⁰⁷⁸, a verdade é que, ao contrário do que sucede nestas, nos princípios as situações de conflitos, tensões e contradições não são resolvidas mediante a aplicação de critérios de valência geral e definitiva — *vg.*, hierarquia das fontes, aplicação no tempo ou espaço, validade geral, especial ou excepcional¹⁰⁷⁹. Essa resolução exige, antes e sempre, a busca de um efetivo equilíbrio e otimização entre os bens jurídicos em confronto¹⁰⁸⁰. Conforme já antes concluí, vale para os princípios jurídicos uma *relação de precedência* (ou *prevalência*) *condicional*¹⁰⁸¹, que encerra imperativamente uma ponderação e consequente otimização dos interesses e bens jurídicos que em concreto se

¹⁰⁷⁶ Não é possível trazer para este âmbito uma abordagem sequer parcelar destas complexas discussões; limitando aqui as indicações bibliográficas a algumas obras fundamentais no âmbito do debate metodológico em torno de uma distinção qualitativa entre princípio e regra jurídica, merece destaque, precisamente por ser paradigmático da oposição entre correntes positivistas e jusnaturalistas, o diálogo entre HERBERT L. A. HART (*O Conceito de Direito*) e RONALD DWORKIN (por exemplo, em *Taking Rights Seriously*). Na literatura germânica, exemplos da tentativa de, como notam KAUFMAN/HASSEMER, *Introdução à Filosofia do Direito*, pp. 159 ss., encontrar nos princípios jurídicos uma «terceira via» entre positivismo e jusnaturalismo, cf., por exemplo, JOSEF ESSER, *Principio y Norma en la Elaboración Jurisprudencial del Derecho Privado*; LARENZ, *Metodologia da Ciência do Direito*, pp. 235 ss. e pp. 674 ss.; e CANARIS, *Pensamento Sistemático*, pp. 76 ss.; para uma breve síntese destas construções, cf. o meu “O princípio da proporcionalidade”, pp. 40 ss. Sobre aquela distinção, entre nós, vejam-se OLIVEIRA ASCENSÃO, *O Direito*, p. 420; GOMES CANOTILHO, *Constituição dirigente e vinculação do legislador*, p. 281. Pelo seu interesse, merece referência especial a monografia de HUMBERTO ÁVILA, *Teoria dos Princípios Jurídicos*, que propõe um percurso inovador para a distinção entre princípio e regra, enquanto categoria da noção mais ampla de norma jurídica (pp. 55 ss.), à qual acrescenta depois uma categoria de meta-normas — a que chama de postulados jurídicos (cf. pp. 87 ss.) — e cuja função é já não a de “promover a realização de um estado de coisas, mas o modo como esse dever deve ser aplicado” (p. 87); “os postulados, de um lado, não impõem a promoção de um fim, mas, em vez disso, estruturam a aplicação do dever de promover um fim; de outro, não prescrevem indiretamente comportamentos, mas modos de raciocínio e de argumentação relativamente a normas que indiretamente prescrevem comportamentos” (p. 89).

¹⁰⁷⁷ Este tema foi já objeto de análise mais detalhada num outro texto, para o qual se remete — cf. A. FIGUEIREDO, “O princípio da proporcionalidade”, especialmente pp. 40 ss.

¹⁰⁷⁸ Cf. HART, *O Conceito de Direito*, p. 323, para quem as regras não podem ser vistas como imperativos axiomáticos, aplicados de acordo com uma lógica «sempre que..., então...»; cf., também, J. RAZ, “Legal Principles and the Limits of Law”, p. 832, e P. SOPER, “Legal Theory and the Obligation of a Judge”, p. 481. Procurando identificar situações em que tal sucede, A. HESPAÑA, *Introdução ao Direito*, p. 27, lembra os casos de interpretação sistemática ou teleológica de regras jurídicas, em que é afastada a (alegada) absoluta *conclusividade* das regras jurídicas.

¹⁰⁷⁹ G. ZAGREBELSKY, “Diritto Per: Valori, Principi o Regole?”, p. 883.

¹⁰⁸⁰ Sobre esta operação de ponderação recíproca, cf., por exemplo, R. ALEXI, *A theory of constitutional rights*, p. 52, e CHIASSONE, *Tecnica dell’interpretazione giuridica*, pp. 281 ss. (especialmente 288 ss.).

¹⁰⁸¹ G. ZAGREBELSKY, “Diritto Per: Valori, Principi o Regole?”, p. 880.

encontram em rota de colisão¹⁰⁸² e que, na realidade, comprova a relação de complementaridade que se estabelece entre princípios jurídicos¹⁰⁸³. É aliás neste domínio que, entre outros postulados, atua o da proporcionalidade, enquanto instrumento que assegura a objetivação e racionalização daquele processo de prevalência condicional, garantindo, à luz de cada um dos seus três elementos, não ser excessiva a *cedência* imposta ao bem jurídico postergado (e ao princípio jurídico que o promove)¹⁰⁸⁴.

Ora, assente este quadro metodológico, o art. 1184.º emerge como coordenada central — mas não a única — na determinação daquela relação de *prevalência condicional* que se estabelece na resolução do conflito, que a dimensão externa da relação fiduciária encerra, entre o princípio da responsabilidade patrimonial, de um lado, e o princípio da tutela da autonomia privada, por outro. Ao determinar os termos em que é reconhecida a oponibilidade da posição do mandante/fiduciante, materializada na produção de um efeito de segregação patrimonial, aquela disposição legal delimita o *peso relativo e recíproco* daqueles princípios de sinal contrário, bem como as condições de cuja verificação depende o equilíbrio que entre eles se impõe reconhecer.

Concretizando: da afirmação — ainda que sem prescindir de uma efetiva atualização de muitos dos seus pressupostos dogmáticos — da regra de tipicidade dos fenómenos de segregação patrimonial de fonte negocial, reconduzível ao nexos normativo formado pelos arts. 601.º, 604.º e 817.º, resulta a *prevalência* do princípio da responsabilidade patrimonial sobre a tutela da autonomia privada. A preocupação em garantir a efetividade das relações obrigacionais e, por essa via, impedir a lesão livre e arbitrária da posição patrimonial de terceiros, particularmente credores, impõe limites à produção de efeitos externos a negócios jurídicos com impacto na unidade patrimonial do devedor e que não sejam reconduzíveis a um dos tipos legais de segregação patrimonial. Sucede que se trata de uma *prevalência condicional*, resultando do art. 1184.º as coordenadas que limitam aquela projeção do princípio da responsabilidade patrimonial — que não é assim absoluta —, abrindo a porta a

¹⁰⁸² Até porque “os princípios devem (poder) conviver intactos antes e depois de uma colisão em concreto,” (cf. A. FIGUEIREDO, “O princípio da proporcionalidade”, p. 46).

¹⁰⁸³ H. ÁVILA, *Teoria dos Princípios Jurídicos*, pp. 69 ss.

¹⁰⁸⁴ Conforme detalhado noutro local, a proporcionalidade atua de forma próxima à de um *princípio processual*, ontologicamente neutro, cujo propósito é o de garantir a racionalização da operação (que é prévia à sua *intervenção*) de prevalência de um princípio jurídico sobre outro (cf. A. FIGUEIREDO, “O princípio da proporcionalidade”, pp. 49 ss.). Veja-se a construção proposta por H. ÁVILA, *Teoria dos Princípios Jurídicos*, pp. 87 ss. e 120 ss., que enquadra justamente a proporcionalidade na categoria dos postulados normativos, qualitativamente distinta quer dos princípios quer das regras, cuja função é justamente a de atuar como instrumento metodológico na aplicação de outras normas.

uma tutela reforçada da autonomia privada através do reconhecimento genérico, verificados que estejam os requisitos por si impostos, de um efeito de separação patrimonial nas situações de titularidade fiduciária de fonte negocial. Subjacente ao art. 1184.^o está, portanto, o reconhecimento de que os objetivos normativos em que assenta o regime da responsabilidade do devedor podem ser plenamente prosseguidos sem que, para tal, seja condição necessária coartar sempre, perante terceiros, os efeitos jurídicos de negócios de que resultem atribuições de uma posição jurídica dissociada do respetivo benefício económico¹⁰⁸⁵. É desta forma traçada, de forma clara, a linha da prevalência ou hierarquia condicional entre um e outro princípio, e mediatamente delimitado o espaço concedido à autonomia privada para a conformação das esferas patrimoniais.

Prosseguindo por este caminho aberto pela caracterização da tensão entre o princípio da responsabilidade patrimonial e o princípio da tutela da autonomia privada como uma relação de *prevalência condicional*, emerge com clareza que, afinal, mais do que antitética e mutuamente exclusiva, aquela relação é antes dialética e, até certo ponto, complementar¹⁰⁸⁶. Na verdade, a projeção normativa do princípio da responsabilidade patrimonial não bloqueia em absoluto os efeitos da autonomia privada, antes traçando o quadro em que esta pode ser plenamente tutelada¹⁰⁸⁷. Aos sujeitos não é permitido consagrar, livremente, limitações à responsabilidade patrimonial; mas, dentro de certas condições — aquelas que são predispostas na lei — a autorregulação negocial pode ser

¹⁰⁸⁵ Daí que se possa afirmar, reforçando aliás a conclusão atrás formulada a respeito da valência geral do art. 1184.^o, que este preceito encerra uma ponderação de proporcionalidade, impedindo que a projeção plena do princípio da responsabilidade do devedor na situação jurídica do mandatário/fiduciário conduzissem a resultados *desnecessários* e *excessivos*. Daquela disposição resulta, desde logo, o reconhecimento de que a tutela dos terceiros credores — e da segurança do tráfego em geral — pode ser assegurada não apenas pela sujeição rigorosa às condições nela estabelecidas, mas também pelo recurso a outros mecanismos oferecidos pelo ordenamento jurídico e dotados de maior flexibilidade para assegurar a avaliação em concreto de uma lesão da posição patrimonial de terceiros, de que o instituto da impugnação pauliana constitui o exemplo paradigmático — a inevitabilidade da responsabilidade dos bens do mandato pelas dívidas pessoais do mandatário surgiria assim como *desnecessária*, e por isso vedada pelo art. 1184.^o. Por outro lado, este preceito impede o benefício infundado — e *excessivo* à luz do crivo da proporcionalidade — dos credores do mandatário/fiduciário, não permitindo que estes sejam colocados numa posição patrimonial mais vantajosa do que a do próprio mandatário (e devedor). Em suma, a proporcionalidade assume o papel de fio condutor metodológico da concretização do art. 1184.^o, conclusão que reforça a sua aptidão para regular genericamente o conflito entre fiduciante e credores do fiduciário, mesmo nos casos que não sejam plenamente reconduzíveis ao mandato sem representação: a interpretação proposta encontra um fundamento metodológico mais sólido não apenas porque assenta numa interpretação sistemática do quadro normativo regulador da responsabilidade patrimonial, dela extraíndo e destilando a respetiva teleologia, mas também — e decisivamente — porque se adequa ao teste de proporcionalidade, racionalizando e otimizando a prevalência condicional que, neste domínio, é reconhecida ao princípio da responsabilidade patrimonial sobre o princípio da tutela da autonomia privada.

¹⁰⁸⁶ Assim, na literatura italiana, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 370.

¹⁰⁸⁷ Oferecendo um exemplo eloquente da *pretensão de complementaridade* (e de *parcialidade*) que é uma das características dos princípios jurídicos (cf. H. ÁVILA, *Teoria dos Princípios Jurídicos*, p. 69).

ainda merecedora de tutela na sua plenitude, incluindo o reconhecimento de oponibilidade a terceiros. Vistos a partir deste enquadramento metodológico, é certo que os art. 601.^o e 604.^o impedem o reconhecimento de oponibilidade a todo e qualquer arranjo contratual que tenha um impacto na esfera de responsabilidade patrimonial e que não esteja ancorado num elemento de direito positivo que fundamente essa oponibilidade. Mas não impedem já que as partes, no uso pleno da sua liberdade contratual, possam lançar mão de modelos jurídicos predispostos no ordenamento e que conferem um amplo espaço de conformação à autonomia negocial para conformar os seus interesses, de forma oponível a terceiros. Uma vez encontrada essa fonte de legitimação na lei, é a autonomia privada que ganha relevância, merecendo tutela os efeitos jurídicos de fonte negocial. E isto sem que em causa fique o princípio da relatividade dos efeitos do contrato, uma vez que nem a estrutura relativa das relações obrigacionais é afetada, nem o fundamento da eficácia externa do negócio fiduciário, que se dá apenas reflexamente, não reside apenas na autonomia privada, mas numa ponderação normativa que a antecede¹⁰⁸⁸.

V. A disseminação de mecanismos de segregação patrimonial por diversos quadrantes do ordenamento, todos eles seguindo um padrão uniforme e consistente; a sistemática associação entre o reconhecimento de vínculos de afetação funcional e a

¹⁰⁸⁸ Daí que não se possa dizer que o art. 1184.^o, nem mesmo com o seu campo de aplicação ampliado à generalidade dos negócios fiduciários de gestão, implique uma violação do postulado da relatividade do contrato (cf. art. 406.^o/2). Na realidade, não pode ser ignorado que a tutela da autonomia privada, e portanto o reconhecimento de eficácia ao negócio jurídico enquanto modo de conformação dos interesses dos sujeitos, implica um nível mínimo de oponibilidade a terceiros, sempre nos limites do direito positivo e com base nos esquemas e mecanismos de caráter geral por este predispostos. Especificando: não se ignora, de modo algum, a regra básica e universal da relatividade dos contratos e consequente restrição à regulação de esferas jurídicas alheias; ela comina a invalidade, ou pelo menos a ineficácia, de qualquer estipulação negocial (*rectius*, contratual) que projete sobre a esfera de um terceiro um qualquer efeito direto e negativo. É desta forma vedada a constituição de vínculos obrigacionais sobre terceiros, como é vedada a modificação ou extinção de créditos que terceiros tenham sobre outro sujeito, ou a modificação ou extinção de direitos reais de que um terceiro seja titular (cf. P. MÚRIAS, *Eficácia externa*, p. 15). Totalmente distinto da regulação de uma esfera alheia é já, porém, o efeito de oponibilidade reflexa a terceiros que, por efeito da lei, pode ser reconhecida a certos arranjos contratuais, como consequência necessária da proteção atribuída à liberdade de os privados regularem, através do negócio jurídico, os seus interesses merecedores de tutela (cf. P. CUNHA, *Garantia*, pp. 136 ss., que apontava já a inevitabilidade dos efeitos reflexos de ato jurídico, em resultado da conexão das relações jurídicas). Como sintetiza um autor, “só os efeitos estipulados assentam na autonomia privada”, ao contrário do que sucede com os efeitos indiretos, que resultam “de outros princípios ou regras”; daí que só os primeiros sejam abrangidos pela limitação (natural, reitera-se) prevista no art. 406.^o/2 (cf. P. MÚRIAS, *Eficácia externa*, p. 18, que oferece um elenco exemplificativo de categorias de efeitos obrigacionais indiretos que se podem projetar na esfera de terceiros, de entre os quais consta, com relevo para a análise em curso, precisamente a redução patrimonial que resulta para os credores gerais da constituição contratual de uma obrigação). Precisamente aí atua o art. 1184.^o, estendendo a terceiros a esfera de eficácia de um arranjo contratual, fruto da ponderação dos interesses em conflito, mas sem afetar a relatividade estrutural das relações obrigacionais em confronto.

constituição de patrimónios separados, e a consequente mitigação da relevância da imputação subjetiva enquanto critério delimitador da esfera de garantia geral; a crescente relevância da segregação patrimonial enquanto instrumento para a prossecução de finalidades produtivas ou de investimento, alternativa idónea à criação de entes jurídicos com personalidade; a aceitação do papel significativo da autonomia privada na conformação da esfera expropriável dos sujeitos, em grande medida (mas não só) fundado na coordenada central do art. 1184.º; a oponibilidade aos credores gerais do devedor de certas pretensões obrigacionais à entrega ou transmissão de um bem, em particular quando a elas se encontra associado o risco de perecimento daquele bem. Entre outros, estes são dados normativos que, mesmo extraídos a partir da abordagem específica do problema da responsabilidade patrimonial do fiduciário, revestem indesmentível alcance geral. No mínimo, eles sugerem a necessidade de proceder a uma atualização de alguns postulados tradicionalmente afirmados no quadro da dogmática geral da responsabilidade patrimonial, em particular daqueles que apontam a imputação subjetiva de direitos patrimoniais enquanto critério unificador da *garantia geral* e que confere unidade e coerência ao sistema. É por isso irresistível, em jeito de conclusão intercalar e antes de avançar por questões específicas suscitadas pela tutela em concreto da posição do fiduciante, retomar essa ideia, por diversas vezes sugerida nesta dissertação, procurando — num discurso sempre *tentativo* e *provocador*, sem pretensão de completude — contribuir para a discussão dogmática em torno da responsabilidade patrimonial¹⁰⁸⁹.

¹⁰⁸⁹ Não assumo a pretensão de construir agora uma teoria do *património expropriável* completa e abrangente, até porque, sem prejuízo do percurso que antes se levou a cabo, estes estudo se focou apenas numa categoria de atos jurídicos com impacto potencial na esfera de responsabilidade patrimonial do devedor; ficaram por compulsar múltiplos dados de inequívoco interesse para a (re)construção de uma tal teoria. Pretende-se, tão só, enunciar um conjunto de pistas que, resultantes do direito posto e apontando decisivamente para a superação do *paradigma explicativo* (CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, p. 93) da titularidade, não podem seguramente ser desconsideradas por uma teoria da responsabilidade patrimonial que pretenda manter um grau mínimo de *consistência* com o quadro normativo vigente. Refira-se que não basta um estudo — como aquele que aqui se fez — centrado na relevância normativa de vínculos de afetação funcional na delimitação da esfera expropriável, em particular quando eles assentem em modelos de atuação fiduciária em que surgem dissociadas a titularidade de um bem e alocação do respetivo benefício económico, para compulsar todos os elementos necessários para apreender o verdadeiro sentido do quadro normativo que regula, no direito português, a responsabilidade patrimonial do devedor. Há outro tipo de ponderações normativas, que não foram aqui — nem tinham de ser — objeto de análise cujo alcance sistemático é indiscutível, apesar de poucas vezes consideradas na literatura. Pense-se, para dar apenas um exemplo, na relevância potencial das regras do registo (de imóveis ou móveis sujeitos a registo) no regime da responsabilidade patrimonial, das quais tanto pode resultar a inclusão na esfera de garantia patrimonial de um sujeito um bem do qual ele não é mais proprietário, ou, ao invés, a não inclusão naquela esfera de bens que, apesar de na titularidade do devedor, foram registados a favor de um terceiro de boa fé.

Num primeiro plano, merece destaque aquela coordenada central que, encontrando no regime do mandato sem representação a sua manifestação paradigmática, mas estando presente noutros locais paralelos — incluindo no regime da insolvência —, denota a tendencial irrelevância, na tarefa de delimitação do *património expropriável* do devedor, daqueles bens que, num prisma puramente económico, se afigurem *neutros* para o seu proprietário, porque a respetiva titularidade não constitui para eles um efetivo acréscimo patrimonial, vinculado que está a repercutir na esfera de terceiros o respetivo conteúdo patrimonial. Parece relevar juridicamente, nestas situações, uma noção de *património líquido* ou *económico* — entendido como a *totalidade dos bens economicamente úteis que se acham dentro do poder de disposição de uma pessoa*¹⁰⁹⁰ —, uma vez que o acervo patrimonial colocado à disposição dos credores não integra os bens cuja fruição está *anulada* por um vínculo — mesmo de natureza obrigacional — que transfere para terceiro os *benefícios* e os *riscos* que lhes são inerentes. Essencial para a consolidação desta coordenada é uma abordagem sistemática do quadro normativo que regula a responsabilidade do devedor, que valorize o elemento teleológico sobre argumentações formais e inquinadas por preconceitos históricos.

Daí que, mesmo não se podendo prescindir de uma referência à titularidade jurídica¹⁰⁹¹ ou expurgar do problema da delimitação da esfera de garantia patrimonial do devedor a referência ao sujeito jurídico¹⁰⁹², se afigure inevitável o definitivo reconhecimento da insuficiência do postulado que equipara *propriedade* e *esfera de responsabilidade*. Compulsados todos os dados normativos relevantes, e colocado de parte o preconceito ideológico subjetivista que conduziu a doutrina a tentar *ordenar as coisas segundo as pessoas*¹⁰⁹³, é com segurança que se conclui não bastar o enfoque no direito de propriedade

¹⁰⁹⁰ A expressão é usada por VIEIRA GOMES, *O Conceito de Enriquecimento*, p. 252, assinalando justamente a distinção — com potenciais alcances dogmáticos, no que interessa ao autor, no domínio da responsabilidade civil — entre *património em sentido jurídico* e *património em sentido económico*.

¹⁰⁹¹ Como ficou explicado, a titularidade de direitos patrimoniais servirá sempre como primeiro indício de *pertença* ou *imputação* de um acervo patrimonial a um sujeito e, portanto, como ponto de partida para a projeção de outros critérios normativamente impostos. Nas palavras de um autor, a titularidade servirá sempre uma função de *atração factual* dos bens em questão à esfera de responsabilidade do sujeito, que pode, ou não, ser infirmada pela projeção de outros critérios (de oponibilidade) normativamente impostos — cf. SALAMONE, *Gestione separazione patrimoniale*, p. 275 (e *passim*).

¹⁰⁹² Afinal, o património expropriável, geral ou separado, pertence sempre a alguém — *rectius*, os direitos que integram um património pertencem sempre a alguém —, a quem cabe o respetivo controlo (ou *domínio*), determinando-lhe (formalmente) o destino; daí que a categoria da *titularidade* permaneça como categoria apta a aglutinar o conjunto de poderes jurídicos inerentes às situações jurídicas que integram um determinado acervo patrimonial (geral ou autónomo) — cf. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, p. 5.

¹⁰⁹³ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral — Coisas)*, p. 177.

ou, mais genericamente, na titularidade de direitos patrimoniais para encontrar um critério apto a unificar o regime geral da responsabilidade por dívidas, conferindo-lhe coerência e unidade sistemática¹⁰⁹⁴. São demasiadas as instâncias em que a imputação subjetiva de bens a partir da categoria da titularidade não explica o regime de responsabilidade por dívidas acolhido na lei. Da mesma forma que é indesmentível que esses *desvios* seguem padrões consistentes e consolidados, a que não pode ser negada relevância normativa autónoma, até porque não se manifestam apenas nas *franjas* do sistema e para a promoção de fins limitados, surgindo antes ancorados em institutos de inequívoca vocação expansiva e cuja textura aberta habilita a prossecução de múltiplos interesses. Apelar simplesmente à categoria da titularidade como *fio condutor* do edifício normativo construído a partir do art. 601.º tem por isso um muito limitado alcance *explicativo*, mas também *heurístico*¹⁰⁹⁵.

Não se ignora que a evolução da dogmática jurídica se dá quase sempre de forma lenta, mesmo quando é marcada a *assimetria* ou *desatualização* face ao direito positivo que é suposto retratar. Isso torna imperativa uma especial cautela na hora de, como aqui se faz, sugerir a necessidade de revisão de postulados tradicionalmente aceites. Essa cautela não basta, porém, para aceitar uma suposta desnecessidade de reformular a teoria tradicional da responsabilidade patrimonial, para isso alegando que a mesma permanece *imunizada* e, por isso, ainda *válida* mesmo em face daqueles impressionantes dados normativos. No fundo, dir-se-ia, todas aquelas manifestações do direito positivo que contrariam o dogma da equiparação entre *propriedade* e *responsabilidade* não seriam mais do que exceções que confirmariam um edifício jurídico perfeitamente válido e ainda atual. A teoria do património, afinal, acolheria já no seu seio o reconhecimento de relevância jurídica à impressão de vínculos de afetação funcional, presente nos casos assinalados de segregação patrimonial previstos na lei; a autonomia privada, mesmo quando relevante na determinação da esfera de garantia de um sujeito, permaneceria sempre contida num espaço reservado à lei, prevalecendo a preocupação com a tutela da jurisdicção das relações devedoras. Assim sendo, poderia argumentar-se, permaneceria plenamente válida a afirmação da titularidade jurídica como fundamento normativo para a agregação de direitos patrimoniais num mesmo património,

¹⁰⁹⁴ Relembre-se que não é inovadora esta secundarização do papel da titularidade enquanto critério delimitador da esfera expropriável do devedor no confronto com as evoluções recentes noutros ordenamentos; recorde-se, por exemplo, a corrente doutrinária formada por aqueles autores que, no direito alemão e precisamente a respeito da delimitação da esfera de garantia patrimonial do devedor, apontam a distinção entre *Rechtszuständigkeit* e *Vermögenszugehörigkeit* — cf. §3.1, com indicações bibliográficas.

¹⁰⁹⁵ Sobre estas funções explicativa e heurística, veja-se, por exemplo, a síntese de P. MOTA PINTO, *Interesse Contratual*, I, pp. 74 ss.

indiferente a considerações de natureza material, funcional e dinâmica, bem como à relevância da projeção dos interesses a que tais direitos patrimoniais se encontram afetos.

As razões pelas quais sempre improcederia, num plano dogmático, uma tal objeção à necessidade de revisitar a doutrina tradicional do património, toda ela centrado na imputação subjetiva, no cerceamento da autonomia privada e numa absoluta dicotomia entre posições jurídicas reais e posições jurídicas obrigacionais, resultam de forma clara dos resultados a que se chegou até aqui. Interessa porém enquadrar esse percurso, sintetizando-o, também num plano metodológico. Com efeito, a insuficiência daquele entendimento tradicional manifesta-se, logo num primeiro nível, na evidente incapacidade em, depois de as enunciar, justificar e enquadrar sistematicamente as exceções que acolhe no seu seio — operação que nada tem de arbitrário¹⁰⁹⁶. Dados inequívocos e tendências (nem sequer recentes) do direito positivo surgem simplesmente qualificados como desvios a um alegado princípio, sem que, contudo, essa relação de *regra-exceção* seja explicitada nem, como se imporia, justificada¹⁰⁹⁷. A preocupação parece ter sido sempre a de uma progressiva *imunização* da teoria proposta, não a de assegurar a respetiva comprovação e, por essa via, a de preservar o seu valor normativo; isto porque, para além da articulação lógica entre princípio e exceções, não foi oferecida uma convincente *justificação material-valorativa* para as restrições que a doutrina foi sendo forçada a admitir¹⁰⁹⁸, nem demonstrada, adotando uma *perspetiva teleológica*, a adequação objetiva com o que está normativamente vigente¹⁰⁹⁹.

¹⁰⁹⁶ O que é quase o mesmo que dizer que “as teorias jurídicas não são, portanto, meras expressões de opinião, de entre as quais se [pode] escolher livremente (...)”, LARENZ, *Metodologia*, p. 643.

¹⁰⁹⁷ Não ignoro, e isso foi já assumido, que a teoria da responsabilidade patrimonial, como qualquer teoria jurídica, pode acolher no seu seio desvios e exceções, que são absolutamente essenciais para acompanhar a evolução do direito positivo e do pensamento jurídico. Porém, a aceitação de que as proposições universais sobre que assenta uma teoria jurídica convivem com exceções impõe, no mínimo, a demonstração da compatibilidade destas com aquelas. Não bastam, por isso, argumentações *ad hoc* (cf. A. MOTA PINTO, “Falibilismo” Jurídico?”, p. 934) e em círculo vicioso, cujo único propósito é o de enquadrar como exceções determinados elementos do direito positivo que, na verdade, se revelam frontalmente incompatíveis com os postulados de base, invalidando-os (cf., sobre a necessidade de um teste de consistência das exceções acolhidas no seio de teoria jurídica, CANARIS, “Funktion, Struktur und Falsifikation juristischer Theorien”, e LARENZ, *Metodologia*, pp. 640 ss.; na literatura jurídica nacional, P. MOTA PINTO, *Interesse Contratual*, I, pp. 76 ss. e *Declaração tácita*, pp. 177 ss.; A. MOTA PINTO, “Falibilismo” Jurídico?”, pp. 918 ss).

¹⁰⁹⁸ P. MOTA PINTO, *Interesse Contratual*, I, p. 79. Aproveitando o quadro metodológico eloquentemente traçado pelo autor, e aplicando-o ao problema vertente, não é identificada a variável (de natureza valorativa ou teleológica) que, justificando a consagração de uma solução diversa — *in casu*, designadamente, o recurso a outros critérios que não a titularidade jurídica para a delimitação da esfera de garantia patrimonial do devedor —, mantenha esta ainda numa relação de compatibilidade com a teoria tradicional do património — a de que o recurso à titularidade constitui o princípio geral —, impedindo a sua falsificação.

¹⁰⁹⁹ Cf. LARENZ, *Metodologia*, p. 644.

Ora, não foi isenta de consequências esta tentativa de imunização a todo o custo. *Presas* ao dogma da afirmação da titularidade como critério base para a delimitação da esfera de garantia patrimonial, e portanto indiferentes a considerações de índole funcional — reputadas sempre de desviantes e, nessa medida, excepcionais —, as conceções ainda hoje prevalecentes revelam-se insuficientes para prosseguir as duas funções tipicamente associadas a uma teoria jurídica: nem permitem uma adequada descrição e sistematização do quadro normativo e das realidades jurídicas que constituem o seu objeto, acabando por propor soluções jurídicas que convivem mal com o direito posto (*função explicativa*); nem oferecem instrumentos (designadamente, interpretativos) aptos a permitir a evolução da dogmática da responsabilidade patrimonial, acompanhando as inevitáveis mutações do próprio direito positivo (*função heurística*). Incapaz de oferecer coerência interna ao quadro por si proposto, mas também de nele enquadrar os institutos acolhidos num direito positivo sempre em evolução, a doutrina dominante prejudicou a sua aptidão para promover a *racionalização e controlabilidade das soluções jurídicas propostas*¹¹⁰⁰ e, bem assim, para explorar institutos já há muito reconhecidos no sistema de direito privado e para avançar critérios operativos para a solução de novos problemas do tráfego, em inequívoco prejuízo da dimensão heurística que se pretende em qualquer teoria jurídica. Exemplo central e paradigmático, de resto amplamente assinalado ao longo do texto, foram os prejuízos para a evolução da dogmática do património e da responsabilidade patrimonial impostos pela teimosa manutenção do paradigma da titularidade jurídica como critério unificador da esfera patrimonial do devedor, que se manifestaram num claro *preconceito* face à figura dos patrimónios autónomos — preconceito que impediu que fossem exploradas as potencialidades destes para prosseguir finalidades produtivas —, bem como numa incorreta perceção do papel e limites da autonomia privada.

¹¹⁰⁰ Recorro aqui às síntese proposta, num outro contexto temático, por CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, p. 88.

6.2 Segue: os meios processuais de tutela do fiduciante; separação patrimonial e variabilidade do acervo fiduciário; a extensão ao exercício da compensação de créditos por credores gerais do fiduciário

I. Assente a projeção do regime de separação patrimonial disposto no art. 1184.^o sobre a generalidade das situações de titularidade fiduciária emergentes de negócio jurídico com fins de gestão (*fiducia cum amico*)¹¹⁰¹, plenamente reconduzível ou não ao contrato de

¹¹⁰¹ A aplicação analógica do art. 1184.^o aos negócios fiduciários com fins de garantia tem vindo a ser sustentada entre nós em tempos recentes, seja num cenário de execução singular movida contra o fiduciário, seja num cenário de insolvência deste — cf., por exemplo, PEREIRA DAS NEVES, *Cessão de Créditos em Garantia*, pp. 521 ss.; PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das Garantias*, pp. 516 ss., e *A cessão de créditos em garantia*, pp. 221 ss. Seguindo por caminhos argumentativos próprios, estas posições apresentam em comum, como ideia central, a natureza instrumental que, tal como sucede com a situação proprietária do mandatário, caracteriza a posição do credor-garantido, quando adquirida a titularidade do bem fiduciado em garantia. Este não representa para o credor-garantido, por conseguinte, um efetivo *acréscimo patrimonial*, permanecendo, como no mandato, *substancialmente alheio* até ao (eventual) momento em que, nos termos estipulados e apenas num cenário de incumprimento, se processe a execução da garantia. Para assinalar a proximidade com a situação jurídica em que fica investido o mandatário e, por essa via, justificar metodologicamente a extensão analógica proposta, PEREIRA DAS NEVES, *Cessão de Créditos em Garantia*, p. 525, aponta a neutralidade patrimonial da cessão de créditos em garantia para a esfera do cessionário, uma vez que “a projeção patrimonial [das vicissitudes relativas aos créditos] se tende a repercutir/esgotar na esfera do garante, através da sucessiva extensão do âmbito da situação jurídica residual até visada reintegração (rectius, desoneração) total da mesma”. Por seu turno, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 226-227, nota que “o titular dos bens é-o apenas temporariamente, tendo a aquisição desses bens sido realizada como instrumento de um contrato mais amplo a cujos objectivos está funcionalizada”. Tal como no mandato sem representação, o património líquido do fiduciário não sofre qualquer acréscimo, uma vez que “o valor económico dos direitos adquiridos é anulado pela obrigação (condicionada ao cumprimento do fiduciante) de os retransmitir”. O que ambos os autores reconhecem é, antes, a possibilidade de os credores do fiduciário afetarem à satisfação dos respetivos direitos de crédito o próprio crédito garantido (cf. PEREIRA DAS NEVES, *Cessão de Créditos em Garantia*, p. 527, e PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das Garantias*, p. 516). Um tal tratamento análogo da situações de *fiducia cum amico* e *fiducia cum creditore* é um traço comum no tratamento doutrinal noutros ordenamento de *civil law*, em particular naqueles que dispõem de disposições análogas ao nosso art. 1184.^o — cf. §3.4. Recentemente, este entendimento foi questionado por C. MONTEIRO PIRES, *Alienação em Garantia*, pp. 227 ss. Pronunciando-se sobre a posição de PESTANA DE VASCONCELOS, entende a autora que a oponibilidade da posição do devedor-fiduciante aos credores gerais do credor-fiduciário não pode ser reconhecida antes de cumprida a obrigação garantida; isto porque, na pendência da garantia, “não é possível determinar na data da celebração do negócio, se o bem se destina, a final, a outrem” (p. 229). Uma vez que o credor garantido se pode apropriar do bem num cenário de incumprimento, “a pertença do bem ao património do beneficiário é superior na alienação em garantia” (p. 230). Já só assim não será na fase de retransmissão da garantia, altura em que já não se verificariam aqueles obstáculos (pp. 231-232). É inequívoca a dissemelhança estrutural e funcional que separa o mandato (com ou sem representação e a alienação fiduciária em garantia, que de resto impõe o recurso à via da analogia para estender o âmbito do art. 1184.^o às situações de titularidade fiduciária com fins de garantia. Acima de tudo, não pode ser ignorada a distinta conformação de interesses que subjaz àquelas figuras contratuais (cf. §2.^o): o mandato assenta na prossecução de um interesse predominante do mandante, pelo que os bens adquiridos pelo mandatário se encontram funcionalmente destinados a beneficiar o mandante; já não assim na alienação em garantia, em que a transmissão dos bens para a esfera do credor-fiduciário serve um interesse próprio — o reforço da tutela do seu crédito (é a distinção entre a *fremdnützige Treuhand* e a *eigennützige Treuhand* — cf., por todos, GERNHUBER, “Treuhand”, p. 356). Além disso, afasta de um prisma estrutural a relação jurídica emergente da alienação em garantia (incluindo a cessão de créditos em garantia) e do mandato a circunstância de, na primeira, só em casos específicos o fiduciário-credor ter de praticar atos jurídicos por conta do fiduciante-devedor, traço que, como se sabe, é definidor do tipo do mandato e, mais latamente, do negócio fiduciário gestório. Creio porém que, apreendida a teleologia que subjaz ao art. 1184.^o, a razão está com os

mandato sem representação¹¹⁰², interessa agora apontar, em traços sintéticos, os termos em que se materializa a proteção do fiduciante num cenário de efetivo conflito com os credores gerais do fiduciário, sublinhando os mecanismos processuais aptos a promover uma tal proteção. Além disso, interessa abordar o caso em que o fiduciário é titular por conta do fiduciante de bens de quantidade variável, em particular quando se trate de bens fungíveis, para deixar claro que a tutela conferida pelo art. 1184.º ao fiduciante também tem aí aplicação, ainda que exigindo algumas adaptações.

No quadro dos pressupostos e limites por si traçados, o art. 1184.º constitui, então, a fonte normativa da oponibilidade — materializada no reconhecimento de um efeito de segregação patrimonial — de atos de autonomia privada reconduzíveis à categoria dogmática do negócio fiduciário. Assim sendo, os bens fiduciários ficam sujeitos a um dos *regimes especialmente estabelecidos em consequência da separação de patrimónios* (cf. parte final do art. 601.º); apesar de inseridos na sua esfera jurídica, não integram a garantia geral do fiduciário, não podendo ser *apreendidos* para satisfação das pretensões creditícias dos

autores que sustentam a aplicação analógica da regra vertida naquele preceito também às situações de titularidade fiduciária com fins de garantia. Do que se trata é, reconhecendo a *neutralidade patrimonial* que resulta da transmissão em garantia para a esfera do fiduciário-credor (afinal, independentemente do reforço do seu interesse garantia, o património líquido deste não sofre um efetivo acréscimo, não se somando o bem fiduciado em garantia ao crédito garantido), impedir, em harmonia com o postulado teleológico do art. 1184.º, que os credores do fiduciário-credor possam ter acesso ao crédito garantido e ao bem transmitido em garantia, evitando dessa forma, num prisma puramente de resultado económico, estejam numa posição mais favorável do que a do próprio fiduciário-credor. Em suma, a extensão analógica justifica-se precisamente para assegurar que a estatuição do art. 1184.º — a separação patrimonial do bem fiduciário — captura também uma situação jurídica abrangida pela intencionalidade normativa daquele preceito. Interessa ainda recordar que, além desta extensão analógica do art. 1184.º às situações de titularidade fiduciária em garantia, alguns autores invocam como fundamento normativo para a tutela do fiduciante-devedor no conflito com os credores gerais do fiduciário-credor o art. 104.º CIRE, atrás analisado (cf. §5.5); assim, enquanto via alternativa ou subsidiária, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 240 ss. e pp. 355 ss.; contra, PEREIRA DAS NEVES, *Cessão de Créditos em Garantia*, p. 529, nota 1466).

¹¹⁰² Por outro lado, não deve ser sobrevalorizado o alcance desta conclusão, assinalando um suposto prejuízo excessivo para os credores do fiduciário. Com efeito, enquadrado o art. 1184.º enquanto habilitador de um efeito de separação patrimonial emergente de negócio fiduciário (atípico), oponível a terceiros, e resultando relativizada a projeção do princípio da indivisibilidade do património, nem por isso sai prejudicada de forma inadmissível a preocupação central da tutela do crédito. Desde logo, porque aquele efeito de separação patrimonial depende sempre do respeito pelos pressupostos previstos na lei, que encerram já uma ponderação dos interesses conflitantes em jogo e, nesse âmbito, a determinação de quais desses interesses — e em que termos — devem prevalecer. Mas, além disso, um outro dado é fundamental para entender em que termos a tutela do crédito sai assegurada. É que se impõe mitigar a relevância predominante atribuída ao art. 601.º enquanto ponto normativo central em que assenta a jurisdição das relações obrigacionais. Importa, para esse efeito, valorizar a atuação de outros mecanismos existentes no ordenamento, dotados de maior flexibilidade e que asseguram uma valorização em concreto da lesão patrimonial de terceiros, em particular de credores. Pensa-se, acima de tudo, no instituto da ação pauliana. Na imagem feliz de um autor italiano, a tutela do crédito deixa de se colocar a *montante*, atuando pelo contrário a *jusante* (SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 236); na literatura italiana, M. BIANCA, “Atto negoziale di destinazione e separazione”, p. 168, valoriza também a atuação da ação pauliana, enquanto mecanismo apto a substituir uma tutela de interesses gerais, mas difusos, por uma protecção de interesses individuais comprovadamente lesados em concreto.

seus credores gerais¹¹⁰³. Se, não obstante, o forem, o fiduciário estará vinculado, no quadro da relação contratual estipulada com o fiduciante e, em concreto, fruto da projeção dos deveres acessórios de proteção da posição patrimonial deste¹¹⁰⁴, a recorrer aos mecanismos previstos na lei processual para obstar ou, pelo menos, anular uma tal apreensão ilícita do bem fiduciário a benefício de outros credores¹¹⁰⁵. Já do prisma do fiduciante, o art. 1184.º confere-lhe um direito de oposição *irregular*, precisamente porque se funda não — como é comum — numa pretensão real (*i.e.*, a titularidade do bem fiduciário), mas antes numa pretensão de natureza obrigacional. A posição do fiduciante será assim oponível aos credores gerais do fiduciário em sede de execução singular, constituindo o efeito de separação patrimonial gerado pelo art. 1184.º causa de pedir válida para a dedução de embargos de terceiro, visando, por esse meio, obstar à venda judicial do bem fiduciário¹¹⁰⁶.

¹¹⁰³ Significa isto que, sendo movida uma execução contra o fiduciário por um ou mais dos seus credores gerais, para satisfação de uma dívida não decorrente da relação fiduciária, o bem fiduciário deve ser considerado *impenhorável*. Isto porque, *nos termos da lei substantiva* — *i.e.* fruto do efeito de separação patrimonial gerado pela aplicação do art. 1184.º —, ele *não responde pela dívida exequenda* (cf. art. 821.º CPC). O agente da execução deve por isso abster-se de ordenar a penhora do bem fiduciário (cf. art. 834.º CPC). Já num contexto de insolvência do fiduciário, o regime de separação disposto no art. 1184.º impede também que o bem fiduciário integre a respetiva massa insolvente (cf. art. 46.º/2 CIRE); ele não deve, destarte, ser incluído no inventário elaborado pelo administrador da insolvência (cf. art. 153.º CIRE). O vínculo contratual que obriga o fiduciário a tutelar a posição patrimonial do fiduciante impõe ainda que, sob pena de incumprimento, no quadro do dever de colaboração previsto no art. 83.º CIRE — dever que “ganha uma especial intensidade em quanto respeita à elaboração do inventário” (cf. CARVALHO FERNANDES/J. LABAREDA, *Código da Insolvência*, p. 506) —, o fiduciário-insolvente preste ao administrador da insolvência a informação necessária para evitar a inclusão do acervo fiduciário na massa insolvente.

¹¹⁰⁴ Sobre a relevância dos deveres acessórios de proteção na relação interna entre fiduciário e fiduciante, cf. §2.º.

¹¹⁰⁵ Num cenário de execução singular, sendo (mal) ordenada a penhora do bem fiduciário, o fiduciário deverá sempre, dentro do prazo previsto para a oposição à penhora, oferecer a *substituição daquele bem por outros bens que assegurem os fins da execução* (cf. art. 834.º/3-a) CPC), para além de, por outro lado, se encontrar vinculado a deduzir oposição àquela penhora com fundamento *na incidência sobre bens que, não respondendo, nos termos do direito substantivo, pela dívida exequenda, não deviam ter sido atingidos pela diligência* (cf. art. 863.º-A/1-c) CPC — cf., a respeito deste expediente, F. AMÂNCIO FERREIRA, *Curso de Processo de Execução*, p. 289, que oferece como exemplos para a aplicação deste preceito precisamente o art. 1184.º e o art. 2292.º, este relativo ao fideicomisso — cf. §5.2). Já num contexto de insolvência do fiduciário, aquele dever acessório de proteção que impende sobre o fiduciário impõe que este, no quadro do aludido dever de colaboração previsto no art. 83.º CIRE, preste ao administrador da insolvência a informação necessária para evitar a inclusão do bem fiduciário na massa insolvente.

¹¹⁰⁶ Cf. art. 351.º CPC. Não obsta a tal a circunstância de o fiduciante não ser titular de um direito real, nem mesmo de garantia; a sua posição de natureza creditícia constitui, ainda assim, um *direito incompatível com a realização ou âmbito da diligência* (*i.e.* com a penhora e posterior venda judicial do bem fiduciário). Esta formulação atécnica e *desvinculada da posse* (LEBRE DE FREITAS, *A Acção Executiva*, p. 288) do art. 351.º CPC deve permitir, na verdade, que certos direito de crédito à entrega ou transmissão de um bem —justamente porque, de um prisma funcional, se afiguram incompatíveis com o propósito da penhora, que é a venda judicial — constituam o fundamento para a dedução de embargos de terceiro, sendo a determinação da sua admissibilidade e eventual procedência remetidas para um processo de *hierarquização e prevalência de direitos em colisão que será resolvida em função do regime do material substantivo* (cf., em termos próximos, M. CARVALHO GONÇALVES, *Embargos de terceiro na acção executiva*, p. 99); sobre os embargos de terceiro, por todos, cf. LEBRE DE FREITAS, *A acção executiva*, pp. 279 ss.). Ora, a incompatibilidade da venda judicial do bem fiduciário com a

Por outro lado, aquela posição será igualmente merecedora de tutela reforçada no quadro da insolvência do fiduciário, habilitando a separação do bem fiduciário da massa insolvente¹¹⁰⁷.

posição jurídica em que se encontra investido o fiduciante é manifesta: transmitido o bem fiduciário a terceiro, fica precluída a possibilidade de aquele bem (re)integrar a esfera patrimonial do fiduciante em cumprimento do *pactum fiduciae*, o efeito que o art. 1184.º visa assegurar. Encontrando no art. 1184.º *uma causa de pedir alternativa* para a dedução de embargos de terceiro, PEREIRA DAS NEVES, *Cessão de Créditos em Garantia*, p. 526 (nota 1461); contra, entendendo não se verificarem os pressupostos dos embargos de terceiro, mas sem oferecer justificação para a limitação daí decorrente à por si sustentada aplicação geral do art. 1184.º ao negócio fiduciário, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 220 (nota 486). De referir que este resultado — que preconiza a extensão da tutela conferida pelos embargos de terceiro à posição creditícia de que é titular o fiduciante — nada tem de extravagante quando se compulsam as soluções vigentes noutros ordenamentos. Interessa recordar, por exemplo, que o reconhecimento ao fiduciante de um direito de oposição à penhora do bem fiduciário (*Drttwiderspruchsklage*) partiu do reconhecimento da natureza *enganadora* ou *ambígua* (“*mißverständlich*” — HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 52) da fórmula usada no §771 ZPO (cf. §3.1, com indicações bibliográficas), da qual não resulta uma vinculação deste meio de defesa à titularidade de um direito por natureza oponível erga omnes. Tomando partido disso, a valorização do elemento teleológico e dos *fins da execução* conduziu os tribunais e a doutrina a aceitar como fundamento válido para aquela oposição a invocação de certos direitos de crédito — como aquele em que vem investido o *Treugeber* —, quando deles decorra a afetação económica do bem ao respetivo credor (e não, portanto, ao proprietário do bem — e devedor) — cf., por todos, K. SCHMIDT, *Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung*, §771, pp. 1499-1500, e indicações bibliográficas em §3.1. É neste quadro que alguma doutrina nota que as chamadas *Herausgabanspruch* (pretensões obrigacionais à entrega ou transmissão de uma coisa em que o risco de perecimento corre por conta do credor) conferem por regra um direito de oposição à penhora (assim, por exemplo, STEIN/JONAS, *ZPO §771*, pp. 658 ss., e ZÖLLER, *ZPO §771*, p. 2009). Decisivo é, para que seja admitido o recurso a este meio de tutela, que a pretensão creditícia revele a *não-pertença* (*Nicht-Zugehörigkeit*) do bem ao património do devedor executado — cf. K. SCHMIDT, *Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung*, §771, p. 1509). Em suma, prevaleceu o entendimento de que uma perspectiva formal, motivada por razões de segurança jurídica, que vedasse o recurso aos embargos de terceiro com base na titularidade de (certos) direitos de crédito, seria excessivamente restritivo e contrário aos objetivos do regime da execução — HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, p. 53. Conclusão análoga se impõe para o direito português, especificamente quanto à interpretação da previsão do art. 351.º CPC, ainda para mais quando, como sucede com a situação paradigmática do art. 1184.º, o direito positivo reconhece tutela reforçada a certas categorias de pretensões obrigacionais.

¹¹⁰⁷ Integrado — mal, como explicado — o bem fiduciário na massa insolvente, o fiduciante poderá fazer valer a sua posição face aos credores gerais do fiduciário recorrendo ao *mecanismo de separação* previsto no art. 141.º/1-c) CIRE, ao abrigo do qual é permitida a separação de bens que, pertencendo embora ao insolvente, não estão afetos à insolvência e são insuscetíveis de integrar a massa insolvente (cf. CARVALHO FERNANDES/J. LABAREDA, *Código da Insolvência*, p. 475, que oferecem como exemplos situações de separação de patrimónios). Refira-se, de resto, que esta separação pode ser ordenada pelo juiz, nos termos do n.º 3 do art. 141.º CIRE. Uma vez mais, atenta a formulação *atécnica* do preceito legal em causa — que se refere a um *direito de separação* de bens que sejam estranhos à insolvência e não a um verdadeiro direito de reivindicação —, que *desvincula* aquele direito de separação da titularidade de uma situação jurídica oponível *erga omnes* (cf. MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, p. 238, reconhecendo que a “restituição de bens pode ainda ser aplicada a casos particulares de direitos de crédito”) —, não obsta ao funcionamento deste mecanismo de tutela a natureza puramente creditícia da posição em que vem investido o fiduciante, valendo a tutela reforçada que lhe é conferida pelo art. 1184.º. Referindo-se ao caso da cessão de créditos em garantia, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 237 (nota 512), entende que, por recurso ao aludido preceito do CIRE, “o fiduciante poderia reclamar a separação da massa do crédito cedido”. Vale a pena relembrar, à semelhança do que se fez na nota anterior, que esta conclusão está também em linha com o entendimento prevalecente na dogmática alemã, onde também certas pretensões de natureza creditícia — como a do fiduciante — conferem ao seu titular um direito de separação (*Aussonderungsrecht*) ao abrigo do §43KO. Uma vez mais, a base para este entendimento, hoje prevalecente tanto na doutrina como na jurisprudência, foi a formulação ambígua empregue na lei, que ao referir-se a um *direito de separação* (“*Aussonderung*”) e não a um *direito de reivindicação* (“*Vindikation*”), abriu a porta ao reconhecimento de tutela a posições jurídicas de natureza

II. Ficou já demonstrado que o alcance normativo do art. 1184.º não se limita à hipótese paradigmática do mandato para adquirir, sendo o efeito de separação patrimonial dele decorrente plenamente extensível quer ao mandato para alienar, que deve ser configurado como um mandato fiduciário, quer ao mandato para gestão¹¹⁰⁸. A isso não obsta o elemento literal, que não veda, antes permite, a aplicação daquela norma fora da situação típica do mandato para adquirir; nem tão pouco uma tal restrição do efeito de separação patrimonial seria compatível com a *ratio* que subjaz ao particular regime de responsabilidade por dívidas do mandato sem representação. Determinante para a aplicação deste regime é a *natureza fiduciária* de uma dada *situação proprietária*, independentemente da proveniência dos bens que dela são objeto ou da conformação funcional do contrato que está na sua génese. Ora, comprovada a extensão do art. 1184.º aos negócios fiduciários de gestão, e transpondo a argumentação atrás aduzida para este âmbito mais amplo, o efeito de separação patrimonial estabelecido por aquele preceito legal não pode também ser limitado aos casos em que a *prestação característica* da relação fiduciária gestória se identifica com a aquisição pelo fiduciário de um bem por conta do fiduciante. Ao invés, integram o património (fiduciário) separado, beneficiando da tutela que vem sendo descrita, a generalidade dos bens que passem a integrar a esfera do fiduciário no quadro da relação fiduciária de gestão, incluindo os bens que aquele adquira para posterior transmissão para o fiduciante, o produto da venda de bens fiduciários que deva ser entregue ao fiduciante, bem como os resultados económicos da administração do bem fiduciário em benefício do fiduciante.

Se esta conclusão é segura, atenção mais detalhada merece o problema suscitado pela aplicação do art. 1184.º nos casos em que a relação fiduciária pressupõe ou permite a variação (quantitativa mas também qualitativa) dos bens que, a cada momento, integram o

peçoal, sendo caso paradigmático o do *Treugeber* (cf., por exemplo, SCHARRENBURG, *Rechte des Treugebers*, p. 138). Mais do que a natureza da posição jurídica invocada pelo terceiro que requer a separação do bem, interessa determinar se dela resulta a remoção da esfera patrimonial do devedor-insolvente o *resultado económico* do bem em causa (assim, por todos, JAEGER-HENCKEL, *InsO*, pp. 1134-1135, e *Münchener Kommentar InsO* (GANTER), pp. 1168 e 1175). Releva, por isso, a valorização do elemento teleológico, que impõe a equiparação de titulares de certos direitos de crédito com a posição de titulares de direitos reais — cf. HENSSLER, “*Treuhandgeschäft*”, pp. 53-54. Detalhadamente sobre a interpretação do §43KO, com indicações bibliográficas, cf. §3.1. Para uma apresentação da justificação dogmática da extensão deste direito de separação aos titulares de uma pretensão obrigatória, e a sua transposição para o direito italiano, A. CASTAGNOLA, *Le rivendiche mobiliari nel fallimento*, pp. 44 ss.

¹¹⁰⁸ Cf. §5.1.2, com argumentação detalhada.

acervo fiduciário, em particular quando se trate de bens fungíveis, como dinheiro ou valores mobiliários¹¹⁰⁹. Com efeito, o vínculo de afetação funcional que emerge do negócio fiduciário de gestão não se projeta, necessária e invariavelmente, sobre uma quantidade fixa e pré-determinada de bens; nada impede, sendo aliás frequente, que uma relação fiduciária implique, ao longo de um período mais ou menos longo, a prática pelo fiduciário de sucessivos atos jurídicos por conta do fiduciante e que, nesse âmbito, varie, de acordo com o programa contratual estabelecido, a quantidade e mesmo o tipo dos bens que dela são objeto. Ora, nestes casos em que a relação fiduciária assenta no exercício de uma *atividade gestória* e em que, por isso, é variável e dinâmico o seu objeto, o potencial conflito entre fiduciante e credores gerais do fiduciário coloca-se precisamente nos mesmos termos. Sem dúvida que, respeitadas as condições impostas pelo art. 1184.º, o efeito de separação patrimonial deste decorrente incidirá também sobre um acervo fiduciário variável¹¹¹⁰.

Exige-se porém, neste caso, uma interpretação cuidada do requisito que faz depender o reconhecimento da autonomia patrimonial do bem fiduciário da circunstância de o *documento constitutivo* da relação fiduciária ser anterior à agressão daquele acervo pelos credores do fiduciário. É que, quando a relação fiduciária assenta no exercício de uma atividade, o contrato fiduciário não conterà, pela *natureza das coisas*, a indicação concreta da quantidade e do tipo dos bens que, a cada momento, integram o património fiduciário. Aliás, justamente nestes casos em que o negócio fiduciário está na génese de uma atuação de gestão destinada a perdurar no tempo, o contrato pode nem sequer prever, *ab initio*, uma concreta indicação dos bens fiduciários, estabelecendo apenas os parâmetros dentro dos quais o fiduciário desenvolverá aquela atividade — por exemplo, estabelecendo critérios de grandeza numerária ou pecuniária —, remetendo para a execução contratual a respetiva especificação, qualitativa e quantitativa. Por isso, a execução de uma relação fiduciária gestória desta natureza implicará sempre um *duplo nível*¹¹¹¹ de documentação, que acrescenta ao contrato constitutivo a sucessiva representação documental dos atos praticados por conta do fiduciante, processo que, por regra, caberá ao fiduciário.

¹¹⁰⁹ O problema já foi atrás enunciado no âmbito da análise do regime de responsabilidade do mandatário sem representação (cf. §5.1.2), tendo então sido avançadas em termos gerais as coordenadas que conduzem à sua solução. Como se antecipa, este problema suscitado no texto, e que se pretendo agora tratar no quadro civilístico, constitui uma abordagem mais geral em que se enquadra a situação de titularidade fiduciária de valores mobiliários que será tratada em detalhe no capítulo III desta dissertação.

¹¹¹⁰ Chegando a uma conclusão próxima, a respeito da interpretação do art. 1707 *codice*, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 247 ss.

¹¹¹¹ Cf. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, p. 248.

Quando assim for, o efeito de separação patrimonial dependerá não apenas do contrato constitutivo da relação fiduciária — aquele a que faz referência expressa o art. 1184.^o —, mas também, e em complemento, da documentação continuada dos atos (aquisitivos, alienatórios, gestórios) praticados por conta do fiduciante e que, acompanhando a execução contratual, permita a cada momento a contabilização dos acervo fiduciário¹¹¹². Nesta perspectiva, o critério de prioridade temporal, que constitui um pressuposto da oponibilidade externa da posição do fiduciante, deverá ser aferido não apenas com base no *documento escrito* que é fonte da relação fiduciária, mas também da *conta-corrente* (em sentido *contabilístico* ou *material*, não necessariamente enquanto contrato)¹¹¹³ resultante do referido processo de escrituração contínua a cargo do fiduciário, da qual constará, a cada momento, o tipo e a quantidade dos bens sobre os quais se projeta o

¹¹¹² Um tal processo de documentação contínua da execução do mandato, por via do qual seja possível apreender o tipo e quantidades dos bens do mandato, constitui uma decorrência inevitável, para os mandatos de execução variável, das obrigações impostas por lei de prestação de informação e de contas relativas ao estado da gestão — cf. art. 1161.^o-a) e b). Por exemplo, o cumprimento destes deveres na hipótese de um negócio fiduciário gestório de execução continuada e variável poderá implicar o envio, pelo fiduciário, de extratos periódicos contendo o saldo da posição do fiduciante, cuja aprovação, por este, corresponderá em regra à aprovação da própria contabilização efetuada pelo fiduciário.

¹¹¹³ É bem conhecida na doutrina e na jurisprudência esta distinção entre a *conta-corrente contabilística* e *conta-corrente enquanto negócio jurídico contratual*; na literatura mais antiga, cf. CUNHA GONÇALVES, *Comentário ao Código Comercial Português*, II, p. 355, e M. DE FIGUEIREDO, *Contrato de Conta Corrente*, pp. 3 ss.; na doutrina atual, por todos, ENGRÁCIA ANTUNES, *Direito dos Contratos Comerciais*, p. 386, e MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, pp. 514, nota 1263, ambos com indicação de decisões jurisprudenciais que reconhecem justamente estas diferentes aceções daquela figura. A primeira exprime um processo (mais ou menos complexo) de representação contabilística de determinadas operações e atos jurídicos, uma mera “(...) expressão das relações do comerciante com os seus clientes (...)” — cf. M. DE FIGUEIREDO, *Contrato de Conta Corrente*, p. 3, enquanto no segundo sentido está em causa um efetivo “acordo entre as partes destinado a produzir efeitos jurídicos próprios que transcendem a mera representação contabilística” — ENGRÁCIA ANTUNES, *Direito dos Contratos Comerciais*, p. 386 —, que, no essencial, se materializam na compensação recíproca de créditos e débitos e que corresponde a um negócio típico e nominado regulado pelo direito comercial (cf. arts. 344.^o ss. CCom). Seguramente que uma relação fiduciária que pressuponha a execução continuada de atos gestórios pelo fiduciário assentará numa *conta-corrente contabilística ou em sentido material*, da qual consta a representação das operações realizadas a cada momento por conta do fiduciante, e cujo resultado económico dever ser repercutido na esfera deste (*i.e.* transmitido para a sua esfera, nos termos estipulados no *pactum fiduciae*). Será, por seu turno, apenas eventual a existência de um verdadeiro contrato de conta-corrente, por meio do qual se processa a compensação dos créditos e débitos inscritos nas rubricas de *deve* e *haver* até que seja apurado o respetivo saldo final, devido ou pelo fiduciante ou pelo fiduciário. Tal acordo poderá ocorrer, por exemplo, quando a aquisição do acervo fiduciário tenha sido financiada pelo próprio fiduciário, caso em que poderá ser operada a compensação desse crédito emergente para o fiduciário com o produto da alienação ou administração do bem adquirido, sendo apenas transferida para a esfera do fiduciante a diferença positiva (se alguma). Impõe-se, nestas hipóteses, uma cuidada interpretação do programa contratual estipulado entre fiduciante e fiduciário, a fim de nele apurar *ou* uma obrigação de o fiduciário manter uma representação contabilística dos atos gestórios praticados em benefício do fiduciante — *conta-corrente contabilística* —, *ou*, para além disso, um efetivo acordo para atribuir certos efeitos jurídicos a esse processo de documentação que transcendem a soma das operações retratadas (cf. MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, p. 514, nota 1263), caso em que a relação fiduciária apresentará um conteúdo (ainda mais complexo), composta também por um contrato de conta-corrente. Nesta perspectiva, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 247 ss., concebe o mandato de execução variável e continuada necessariamente como um contrato coligado, por incluir, necessariamente, um contrato de conta corrente.

vínculo de afetação funcional. E, assim sendo, aquele critério de prioridade temporal deixa de se referir unicamente ao momento em que é celebrado o contrato fiduciário, considerando também a representação *escritural* ou *contabilística* da posição patrimonial do fiduciante que reflete os sucessivos atos gestórios praticados fiduciário¹¹¹⁴. Será nestes termos oponível aos credores gerais do fiduciário a posição do fiduciante documentada naquela *conta-corrente fiduciária* até ao momento da *agressão* do património fiduciário por aqueles credores, a estes já não sendo oponíveis atos que venham a ser documentados apenas posteriormente.

Questão paralela prende-se com o possível impacto na tutela reconhecida ao fiduciante nas relações com terceiros do incumprimento, pelo fiduciário, dos deveres de segregação e contabilização do património fiduciário que sobre si impendem no quadro contratual que vigora na *esfera interna* da relação fiduciária. Explicitando: decorre do que ficou dito que, nesta hipótese em que a relação fiduciária pressupõe uma atividade de gestão contínua e de objeto variável, se projetam com maior intensidade os deveres fiduciários (acessórios) relacionados com a separação e correta contabilização do património fiduciário. Estes deveres¹¹¹⁵ projetam-se não apenas na atualização diligente dos atos praticados por conta do fiduciante nos registos internos do fiduciário — e aí com expressa menção de que se tratam de atos praticados por conta de outrem —, mas mesmo na separação material dos bens detidos em nome próprio e dos bens *pertencentes* ao fiduciante¹¹¹⁶. Interessa saber se a violação pelo fiduciário desses deveres — *v.g.* quando não tenha atualizado os registos relativos à posição do fiduciante, ou quando tenha *misturado* os bens do fiduciante com bens seus ou de terceiros — afeta de algum modo o reconhecimento da autonomia patrimonial do acervo fiduciário e, reflexamente, a proteção da posição do

¹¹¹⁴ De um prisma metodológico, significa isto que a referência a *documento escrito* no art. 1184.º deve, nesta hipótese da relação fiduciária de conteúdo variável, ser extensivamente interpretada, integrando não apenas o texto contratual inicial, mas também os documentos — que podem até nem revestir natureza contratual — posteriormente produzidos pelas partes (em particular, pelo fiduciário) e que *atualizem* o tipo e as quantidade dos *bens adquiridos no quadro da relação fiduciária*.

¹¹¹⁵ Cf. FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos*, II, p. 171, notando — a respeito do mandato — que a determinação da intensidade destes deveres internos do mandatário, em particular do dever de diligência, não se basta com o padrão *bonus pater familia* naqueles casos em que a atuação no interesse de outrem se enquadra numa atividade profissional, caso em que serão também convocados os “deveres estatutários de cada profissão” e “as legítimas expectativas do mandante acerca da eficiência, da fidelidade e da lealdade do mandatário”.

¹¹¹⁶ Por exemplo, tratando-se de dinheiro (ou outros bens fungíveis, como valores mobiliários), o fiduciário deverá manter segregados em contas diferentes os valores detidos por conta do fiduciante — uma espécie de *Treuhandkonto*, realidade com imensa relevância na dogmática fiduciária germânica (cf. §3.1).

fiduciante. Em poucas palavras, interessa saber se a *segregação patrimonial enquanto procedimento (ou dever)* é afinal condição da *segregação patrimonial enquanto efeito*.

A resposta deve ser negativa, não podendo o fiduciante ser prejudicado perante terceiros por uma atuação ilícita que não lhe é imputável e que teria como resultado *anular* um efeito vantajoso que o ordenamento lhe reconhece¹¹¹⁷. Seria na verdade paradoxal e incongruente com a intenção normativa do art. 1184.º, fazer depender do cumprimento pontual dos deveres (contratuais ou legais) a que o fiduciário se encontra vinculado — designadamente os relacionados com a segregação ou contabilização do património separado — o reconhecimento da autonomia patrimonial do acervo fiduciário e a sua consequente remoção da *garantia geral* do fiduciário¹¹¹⁸. Isto dito, pressuposto incontornável para assegurar aquela tutela do fiduciante é a possibilidade de determinar os bens que na realidade compõem o acervo fiduciário. Sem prejuízo da atualização dos registos contabilísticos e do aludido processo de documentação sucessiva da relação fiduciária, ou mesmo da separação material (de facto) do bem fiduciário do restante património pertencente ao fiduciário (ou a terceiros), a aplicação do art. 1184.º dependerá sempre da possibilidade de os bens que integram o acervo fiduciário serem, a partir dos elementos existentes — comunicações entre as partes, registos internos, instruções e ordens do fiduciante, etc. — *individualizáveis* e *identificáveis*, e que o sejam “inequivocamente”¹¹¹⁹. Impõe-se, por outras palavras, a transposição para o quadro hermenêutico do art. 1184.º da coordenada da *determinabilidade* (*Bestimmbarkeit*), desenvolvida por parte saliente da doutrina germânica — por sua vez influenciada pela

¹¹¹⁷ Parece ser também essa a posição dominante nos *mixed legal systems*, onde, nestes casos de confusão entre o património pessoal e o património fiduciário, é sustentada uma divisão proporcional dos ativos remanescentes na esfera do fiduciário (assim, por exemplo, T. HONORÉ, “Obstacles to the reception of trust law?”, p. 811-812; DE WALL “The Core Elements of the Trust”, p. 563.).

¹¹¹⁸ Diga-se, de resto, que pode ser extraído de alguns regimes positivados de separação patrimonial um argumento adicional, que comprova que a violação de um dever de segregação imposto ao fiduciário não prejudica a reconhecida tutela do fiduciante, anulando o efeito de separação patrimonial. Veja-se, por exemplo, o regime do fiduciário no quadro da exoneração do passivo restante (cf. §5.5). Aqui, o fiduciário está obrigado a manter segregadas do seu património pessoal todas as quantias provenientes de rendimentos cedidos pelo devedor (cf. art. 241.º/1 CIRE, primeira parte); porém, caso viole este dever e não afete aquelas quantias às finalidades do processo de insolvência, ele responderá perante os credores do processo (e fiduciantes) *com todos os seus haveres*. Ou seja, violado o dever de segregação, não resulta daí uma qualquer desvantagem para o fiduciante, deixando a lei de reconhecer (neste caso, implicitamente, como se viu) a separação patrimonial dos bens cedidos pelo devedor da insolvência; o que sucede é que passam a responder *também* os bens pessoais do fiduciário, como forma de *sancionar* a violação, por este, do dever de segregação patrimonial a que se encontrava adstrito.

¹¹¹⁹ Cf. HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 58. Sobre a necessária determinação ou determinabilidade do objeto a separar como um requisito indissociável do direito de separação, cf., por todos, *Münchener Kommentar ZPO §771 (GANTER)*, p. 1174.

dogmática do *trust* inglês¹¹²⁰ — justamente para delimitar o escopo da proteção assegurada ao fiduciante no confronto com os credores gerais do fiduciário¹¹²¹. Um tal critério — conjugado com as demais condições predispostas no art. 1184.^o —, ao fazer depender a separação patrimonial da possibilidade de *objetivamente* reconstruir o acervo de bens sobre o qual é gravado o vínculo de agitação funcional emergente do negócio fiduciário, não se afigura prejudicial para a segurança jurídica¹¹²², ao mesmo tempo que impede o prejuízo da situação patrimonial do fiduciante em virtude de uma atuação ilícita (porque violadora da lei ou do contrato) imputável ao fiduciário¹¹²³.

III. Isto que fica dito a respeito da *inatacabilidade* dos bens da fidúcia num cenário de concurso de credores encontra um paralelo funcional na limitação que se impõe também reconhecer à possibilidade de os credores gerais, quando sejam ao mesmo tempo *devedores da fidúcia*¹¹²⁴, recorrerem ao mecanismo da compensação de créditos para fazer extinguir aquele crédito da fidúcia com o contracrédito de que sejam titulares pessoalmente sobre o

¹¹²⁰ Isso mesmo reconhece, por exemplo, COING, “Rechtsformen”, pp. 109 e 113.

¹¹²¹ Cf. §3.1, com indicações bibliográficas.

¹¹²² Assim, no direito alemão, COING, *Treuhand*, p. 178, avançando como requisito que o *Treugut* seja *distinguível da restante massa patrimonial* do fiduciário; no mesmo sentido, ASSFALG, *Behandlung*, p. 172.

¹¹²³ A este resultado se deve chegar mesmo no caso dos bens fungíveis que, tendo sido *misturados* com outros pertencentes ao fiduciário, tenham perdido na esfera deste a sua individualidade. Não é essa a posição majoritária no direito alemão, onde mesmo os autores que defendem o aludido requisito da *determinabilidade*, exigem por regra para os bens fiduciários fungíveis a sua efetiva segregação material. Tratando-se, por exemplo, de valores mobiliários ou dinheiro, eles deveriam ser sempre mantidos numa conta separada, aberta em nome do fiduciário (cf., para além dos autores já citados, HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, pp. 58-59, e SOERGEL/LEPTIEN, prenot. §164, p. 550); ao mesmo resultado chega, no direito italiano e influenciado pela doutrina germânica, JAEGER, *La separazione*, p. 389, que rejeita o efeito de separação por si sustentado para as situações de titularidade fiduciária de gestão quando o bem fiduciário não tenha sido materialmente segregado do restante património do fiduciário. Não creio porém que do art. 1184.^o resulte uma tal limitação; este preceito determina a insuscetibilidade de agressão de um acervo patrimonial que, embora na esfera do fiduciário, na realidade e num prisma material não lhe *pertence*; sendo possível, a partir de elementos provenientes da execução contratual, determinar e individualizar o bem fiduciário (por exemplo, uma quantidade de dinheiro ou de valores mobiliários), mesmo diluído no seio de outros da mesma espécie pertencentes ao fiduciário, e desde que respeitado o requisito da prioridade temporal, não há razão para que o art. 1184.^o não tenha aplicação. Este resultado, uma vez mais assente na valorização do elemento teleológico que subjaz àquele preceito legal, sai reforçado quando se considera, no campo específico do regime insolvencial, o disposto no art. 141.^o/4 CIRE, que habilita a separação de coisas móveis fungíveis que integrem (mal) a massa insolvente, disposição legal que deve ter-se por aplicável não apenas a valores mobiliários, mas também a dinheiro (assim, quanto ao dinheiro, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 237, nota 51, posição que parece ser também aceite por MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, p. 238, nota 284). Desta disciplina especial resulta de forma clara que a falta de individualização de coisas fungíveis não obsta por si só à respetiva separação do património em que se encontrem integradas, havendo para tal — como existe no caso em análise — um qualquer fundamento normativo.

¹¹²⁴ *I.e.* devedores de um direito de crédito de que o fiduciário é titular por conta do fiduciante.

fiduciário. É inequívoca, sendo notada na literatura estrangeira¹¹²⁵, a *proximidade funcional* desta situação com aquela em que o conflito entre fiduciante e credores gerais do fiduciário se dá num cenário de execução forçada. A particular conformação de interesses que subjaz ao arranjo fiduciário, da qual resulta o carácter substancialmente alheio da titularidade creditícia imputável ao fiduciário, leva a que o *resultado económico* da compensação de créditos objeto daquele arranjo se reflita não na esfera patrimonial do fiduciário — e titular do crédito extinto —, mas na do fiduciante¹¹²⁶.

Formulada em traços simples, a questão a tratar é a seguinte: pode um credor do fiduciário fazer extinguir um crédito seu diretamente sobre o fiduciário, usando para o efeito um direito de crédito de que este é titular por conta do fiduciante? Sendo, como são, credores e devedores recíprocos, pretende-se saber se a circunstância de o direito de crédito de que é titular a parte compensada — o fiduciário — vir gravado por um vínculo de afetação funcional, encontrando-se o seu benefício económico alocado à esfera de um terceiro, interfere na verificação dos pressupostos de que depende o exercício da compensação. Como bem se vê, está em causa a interpretação e alcance do requisito da reciprocidade¹¹²⁷, para saber se releva exclusivamente a *titularidade* dos créditos em questão, ou se esta disciplina é afinal permeável a ponderações de outra natureza¹¹²⁸.

¹¹²⁵ Cf. o que atrás se disse a respeito da compensação de créditos no direito alemão (cf. §3.1, nota 355) e no direito inglês (cf. §3.3, nota 537).

¹¹²⁶ Assim, na literatura inglesa, WOOD, *English and International Set-Off*, p. 775; na doutrina alemã, nota esta proximidade funcional, por exemplo, GERNHUBER, “Treuhänder”, p. 360. Na realidade, o exercício da compensação de créditos objeto de relações fiduciárias extravasa esta hipótese que acabei de formular; esta, sendo a que mais se aproxima, de um prisma funcional, da agressão do património fiduciário pelos credores gerais do fiduciário, é apenas uma das situações-tipo em que se impõe a articulação cuidada do regime da extinção de dívidas por compensação com as particularidades de uma situação de titularidade fiduciária de créditos. Outra hipótese relevante é, inversamente, aquela em que parte do fiduciário, e não dos seus credores, a iniciativa de extinguir uma sua dívida pessoal com um contracrédito de que seja (fiduciariamente) titular sobre um seu credor pessoal. Neste exemplo, estaremos já mais próximos do outro problema típico da dimensão externa da relação fiduciária, o das disposições do bem fiduciário em violação do *pactum fiduciae*, uma vez que o exercício da compensação pelo fiduciário configuraria, materialmente, uma alienação do crédito de que é apenas fiduciariamente titular. Esta hipótese será abordada no capítulo seguinte — cf. §7.º. A estas duas hipóteses paradigmáticas pode ser acrescentada uma outra, também suscitada pela interseção entre o negócio fiduciário e o regime deste mecanismo de extinção das obrigações: aquela em que parte do fiduciante a intenção de exercer a compensação de créditos, a fim de extinguir uma dívida sua perante um outro credor do fiduciário, usando para o efeito um crédito de que é o fiduciário titular por sua conta. Ao contrário do que sucede nas primeiras, nesta hipótese o exercício da compensação é *no* (e não contra o) interesse do fiduciante (sobre esta hipótese, na literatura alemã, BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 422 ss., e, na literatura inglesa, WOOD, *English and International Set-Off*, p. 778).

¹¹²⁷ Sobre exigência de reciprocidade, que faz depender o exercício da compensação da existência de créditos de sentido contrário, cf., por todos, MENEZES CORDEIRO, *Da compensação*, p. 110; cf. também, com indicações jurisprudenciais, A. FIGUEIREDO, “A Compensação de Créditos”, pp. 353 ss.

¹¹²⁸ O alcance prático desta situação é inequívoco e pode ser facilmente apreendido a partir do seguinte exemplo: pense-se na hipótese em que um intermediário financeiro, que não seja um banco, tem aberta junto de

O problema da eventual *diluição* da exigência de reciprocidade formal no exercício da compensação de créditos, emergindo em substituição uma tendência de substancialização destinada a acomodar a particular conformação de interesses que subjaz a uma situação de titularidade fiduciária de créditos, sendo entre nós pouco tratado, não é ignorado na literatura jurídica doutros ordenamentos. E isto não apenas a respeito do *trust* anglo-americano¹¹²⁹: vimos no percurso de direito comparado como no direito alemão, por focar um exemplo de ponta, o desenvolvimento da dogmática fiduciária *transbordou* para o tema da compensação de créditos, sendo cada vez mais vincado o reconhecimento de verdadeiros desvios a concepções puramente formais da exigência de reciprocidade, quando objeto da compensação sejam créditos detidos fiduciariamente¹¹³⁰. Em resultado, vão sendo aceites limitações à extinção de créditos detidos fiduciariamente com base em créditos detidos por terceiros pessoalmente contra o fiduciário¹¹³¹. É esse resultado que se impõe também no direito português, para tal servindo, num primeiro plano, a valorização da coordenada teleológica que subjaz ao art. 1184.⁹¹¹³², conjugada neste campo específico com o preceito legal que veda a compensação de créditos impenhoráveis¹¹³³. Mas, além desta argumentação, releva também uma perspetiva mais ampla que procure avaliar o verdadeiro alcance do requisito da reciprocidade, aliás objeto de uma significativa brecha — ou, pelo menos, de uma tendência de *substancialização* comum à que é apontada noutros direitos¹¹³⁴

uma instituição de crédito uma conta de registo de valores mobiliários detidos fiduciariamente por conta de clientes seus, bem como uma conta de depósito destinada a montantes também detidos por conta daqueles clientes; junto do mesmo banco, aquele intermediário financeiro mantém aberta uma linha de crédito para o financiamento corrente da sua atividade. Neste cenário, o problema seria suscitado, por exemplo, se o banco procurasse compensar uma dívida sua referente à transferência de rendimentos daqueles valores mobiliários — que caberiam apenas fiduciariamente ao intermediário financeiro — a fim de satisfazer um seu direito de crédito sobre o intermediário financeiro respeitante àquele financiamento.

¹¹²⁹ Vigora no direito inglês, para a *set-off in equity* e para a *set-off at law*, uma regra de *reciprocidade material*, relevando a *beneficial ownership* e não a mera *legal ownership* ou, sequer, o direito de peticionar em juízo os créditos em questão. É clara uma tendência, que é manifestação da convergência entre *set-off in equity* e *set-off at law*, de *substancialização* do requisito da reciprocidade — assim, por exemplo, WOOD, *English and International Set-Off*, p. 769 e *passim*; e TITLE FINANCE, *Derivatives, Securitisation, Set-Off and Netting*, p. 125; DERHAM, *The Law of Set-Off*, pp. 450 ss; GOODE, *Commercial Law*, p. 671; e SALINGER, *Factoring*, p. 199.

¹¹³⁰ Cf. SCHMIDT, *Handelsrecht*, pp. 900 ss.

¹¹³¹ Vão justamente neste sentido, por exemplo, as posições de GERNHUBER, “Treuhand”, pp. 355 ss.; CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 180; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 62. Pode encontrar-se uma análise atualizada da discussão dogmática deste problema no espaço alemão nas monografias de BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 422 ss., e GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 59, com abundantes referências jurisprudenciais.

¹¹³² Que conviveria mal com um *desvio* dos créditos de que o fiduciário é titular em benefício dos seus credores, em manifesta contradição com a solução preconizada num cenário de concurso de credores.

¹¹³³ Cf. art. 853.⁹/1-b.

¹¹³⁴ Cf. A. FIGUEIREDO, “A Compensação de Créditos”, pp. 380 ss.

— no quadro aplicável aos créditos que constituem o objeto de um negócio fiduciário de gestão.

Começamos por este último aspeto, que constitui o pano de fundo dogmático em que assenta a fundamentação da solução proposta. Com efeito, a reciprocidade não vale no direito positivo como um requisito absoluto para o exercício da compensação de créditos. Desde logo, é admitido o recurso à compensação de créditos com a finalidade de extinguir uma dívida alheia¹¹³⁵. Noutro plano, ilustrativa desta mitigação da exigência de reciprocidade — e, nesse âmbito, do impacto de ponderações de natureza substantiva na determinação dos *feixes relacionais* aptos a gerar o efeito extintivo da compensação de créditos —, é a disciplina aplicável em caso de interseção entre este instituto e a cessão de créditos, que habilita, em certas condições, a oponibilidade ao cessionário do exercício da compensação pelo devedor cedido¹¹³⁶. Outro exemplo ainda é a regra que, no regime das

¹¹³⁵ A parte final do art. 851.º/1 permite a extinção de uma dívida alheia quando o declarante *estiver em risco de perder o que é seu em consequência de execução por dívida de terceiro*. Correndo alguém o risco de ver o seu património afetado por execução de uma dívida de terceiro, e tendo por isso um interesse relevante na sua extinção, poderá, em desvio à regra geral, extinguir por compensação essa dívida alheia, utilizando para o efeito um crédito (ativo) de que seja titular sobre o credor. Assim será, por exemplo, no caso de a parte compensante ter dado bens seus em garantia de uma dívida de terceiro (mediante a constituição de penhor ou hipoteca), e correr depois o risco de execução dessa garantia em resultado do incumprimento contratual por parte do terceiro garantido. Neste caso, poderá o dono dos bens ameaçados procurar extinguir a dívida exequenda de terceiro, usando um seu crédito sobre o credor dessa dívida alheia e com isso impedindo a execução do seu património. Assinalando também este como um desvio ao postulado da reciprocidade, na medida em que se permite que a parte que exerce a compensação não seja devedora da parte compensada, desvio justificado pelo interesse merecedor de tutela que a parte compensante tem no efeito liberatório (de terceiro) decorrente do exercício da compensação, MENEZES CORDEIRO, *Da Compensação*, p. 111.

¹¹³⁶ Não podendo aqui abordar a *vexata quaestio* da produção de efeitos — entre as partes e perante terceiros — da cessão de créditos (sobre esta questão, na literatura mais recente, por todos, cf. ASSUNÇÃO CRISTAS, *Transmissão contratual do direito de crédito*, pp. 221 ss., e PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 386 ss.), é inequívoco o postulado de que a cessão de créditos é apenas plenamente eficaz perante o devedor cedido com a respetiva notificação, ou depois de tal cessão ser por este conhecida (cf. art. 583.º n.º 1); a perfeição do negócio translativo do crédito, face ao devedor, é condicionada ao efetivo conhecimento pelo devedor da ocorrência da cessão e da identidade do seu novo credor. Ora, assim sendo, se o devedor pretender extinguir por compensação um crédito entretanto cedido, mas antes da sua notificação ou conhecimento, poderá sempre fazê-lo, bastando para o efeito que invoque um crédito sobre o cedente e que, os demais requisitos se encontrem verificados. Neste caso, e porque tudo se passa antes da notificação, o exercício da compensação em nada sofre com a eventual (e mesmo anterior) cessão do crédito (passivo); e isto mesmo que o facto jurídico de que emerge o crédito invocado para o efeito seja posterior à cessão do crédito. Na falta de notificação da cessão, tudo permanece idêntico nas relações entre credor/cedente e devedor, não tendo aquele negócio jurídico qualquer impacto nos direitos e meios de defesa deste. Situação distinta — e reveladora da assinalada tendência de relativização da exigência de reciprocidade — é aquela em que o devedor cedido pretenda extinguir o seu débito por compensação já depois de notificado da cessão, invocando para o efeito, contra o cessionário, um crédito seu sobre o cedente. Nesta hipótese, importa atentar no teor do artigo 585.º, nos termos do qual o devedor pode opor ao cessionário, ainda que este o ignorasse, todos os meios de defesa que lhe seria lícito invocar contra o cedente, com reserva dos que provenham de facto posterior ao conhecimento da cessão. Como explica MENEZES LEITÃO, *Cessão de Créditos*, p. 371, dispensando a cessão de créditos a autorização do devedor, não poderá ser este colocado numa situação pior relativamente àquela em que antes se encontrava, pelo que qualquer exceção “que o devedor, antes da cessão, possuísse contra o cedente é oponível ao cessionário, permitindo ao devedor recusar-se a efectuar-lhe o cumprimento”. Significa isto que

sociedades civis, acentua esta *substancialização* do requisito da reciprocidade ao impedir que um terceiro faça extinguir por compensação uma dívida sua à sociedade usando para o efeito um crédito sobre algum dos sócios¹¹³⁷.

Importância decisiva para este tema tem depois a *brecha* na exigência de reciprocidade consagrada no quadro normativo do mandato em representação. Vale aí a norma vertida no art. 1181.º/2, que permite que o mandante se substitua ao mandatário no exercício dos direitos de créditos de que este é titular por conta daquele, surgindo perante o devedor como o efetivo credor, designadamente para efeitos de cobrança. Em causa está uma daquelas disposições, a cuja categoria pertence também o art. 1184.º, destinadas não a tratar do conteúdo da relação estabelecida entre mandante/fiduciante e

será lícita a invocação da compensação pelo devedor contra o cessionário, com base num crédito detido sobre o cedente, desde que os requisitos da compensação (contra o cedente) se tivessem verificado em momento anterior ao da produção de efeitos da cessão de créditos. Ou seja, “o facto de [a compensação] que não fora previamente declarada perante o cedente poder continuar a ser oposta ao cessionário, ultrapassa mesmo um dos requisitos necessários para a compensação, que é a exigência da reciprocidade do crédito” (cf. MENEZES LEITÃO, *Cessão de Créditos*, p. 376). Em suma, o postulado de neutralidade da cessão de créditos face ao devedor cedido conduz a um significativo desvio ao princípio estrito da reciprocidade formal, que não constitui, de resto, uma qualquer originalidade do direito português. Para além de reconhecido no direito inglês (para uma análise exaustiva deste tema, cf. WOOD, *English and International Set-Off*, pp. 845 ss.; DERHAM, *The Law of Set-Off*, pp. 777 ss., e “Set-off against an assignee”, pp. 126 ss.; e SALINGER, *Factoring*, pp. 205 ss.), como também no direito alemão (sobre a articulação do regime da cessão de créditos com o da compensação, fundado no §404 BGB, cf., por todos, LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, pp. 586 ss.), é interessante notar que uma regra semelhante foi acolhida tanto nos Princípios Unidroit, como nos Princípios de Direito Europeu dos Contratos. Ambos os instrumentos fazem depender a eficácia da cessão de créditos em relação ao devedor cedido de notificação a este dirigida — cf. art. 9.1.10 (*Notice to the obligor*) dos Princípios Unidroit e art. 11:303 dos Princípios de Direito Europeu dos Contratos. Até ao momento desta notificação, qualquer pagamento feito pelo devedor ao cedente terá efeito liberatório, enquanto que, uma vez efetuada tal notificação — e sendo assim eficaz a cessão do crédito —, será apenas liberatório o pagamento feito ao cessionário. É esta regra de eficácia que assume importância crucial na análise do impacto da cessão do crédito (passivo) na possibilidade de invocação da compensação pelo devedor cedido. Ora, é clara a preocupação em assegurar uma adequada tutela do devedor cedido, procurando, na maior medida possível, a neutralidade dos efeitos da cessão do crédito para a posição jurídica desse devedor, que não deve sair deteriorada em resultado de um negócio jurídico a que ele é alheio (cf. ZIMMERMANN, *Comparative Foundations*, p. 56). Neste quadro, dispõe o artigo 9.1.13 dos Princípios Unidroit que o devedor cedido pode exercer a compensação contra o cessionário desde que os respetivos requisitos se tenham verificado em data anterior àquela em que a cessão do crédito (passivo) lhe é notificada; em nome de uma inequívoca preocupação de tutela do devedor cedido, admite-se, em desvio à exigência de reciprocidade, que o devedor cedido exerça a compensação contra o cessionário do crédito se, antes da eficácia da cessão, já o podia fazer contra o seu credor originário (e cedente). Os Princípios de Direito Europeu dos Contratos enunciam uma disposição semelhante, permitindo ao devedor cedido exercer a compensação contra o cessionário — com base num crédito sobre o cedente — se o já podia fazer contra o cedente (e credor originário) até ao tempo em que recebe a notificação da cessão do crédito em causa. Contudo, como aspeto inovador do regime previsto neste instrumento, pode ainda o devedor cedido procurar extinguir, por compensação, o seu débito perante o cessionário quando os créditos a compensar — isto é, o crédito passivo, de que se tornou titular o cessionário, e o crédito ativo, invocado pelo devedor e detido sobre o cedente — se encontrem ligados, designadamente por emergirem de uma mesma relação jurídica. Nestes casos, entendeu-se ser razoável estender a proteção do devedor cedido e permitir o exercício da compensação contra o cessionário mesmo se os respetivos requisitos se não verificavam no momento em que a cessão de créditos se tornou eficaz perante o devedor cedido.

¹¹³⁷ Sobre este regime, cf. R. Ventura, *Apontamentos sobre Sociedades Civis*, pp. 213-214.

mandatário/fiduciário — não apresentando com este tipo contratual uma qualquer ligação indissociável ou exclusiva —, mas sim a peculiar situação *proprietária* de natureza fiduciária em que fica investido o mandatário/fiduciário¹¹³⁸. No caso específico da disposição em análise, e justamente em atenção à dissociação entre titularidade e interesse que caracteriza o negócio fiduciário de gestão, é quanto aos créditos objeto de uma relação fiduciária estabelecido um *princípio especial*¹¹³⁹ — numa direção que encontra eco noutros direitos¹¹⁴⁰ —, segundo o qual a imputação da titularidade ao mandatário/fiduciário, que é inequívoca em face do acolhimento do esquema da dupla transferência, habilita o mandante/fiduciante a substituir-se àquele titular e a exercer os créditos diretamente.

Ora, tratando-se de uma regra especial face ao quadro geral traçado para a compensação de créditos (arts. 847.º ss.), ela prevalece sobre o disposto nos arts. 847.º e 851.º/2, permitindo que o mandante/fiduciante exerça a compensação para fazer extinguir uma dívida sua usando para o efeito o crédito de que o mandatário é fiduciariamente titular sobre o seu mesmo credor. Atenta a inequívoca identidade funcional, não há motivo para limitar o efeito de *substituição* que o art. 1181.º/2 habilita aos casos em que o mandante/fiduciante pretenda simplesmente cobrar o direito de crédito objeto da relação fiduciária, excluindo já a sua aplicação quando o mandante/fiduciante pretenda *exercer* o crédito fiduciário com o objetivo de, por compensação, fazer extinguir uma dívida sua de que é credor o terceiro que contratou com o mandatário/fiduciário¹¹⁴¹. Uma vez mais, e no quadro de uma disciplina normativa de inquestionável vocação expansiva, a exigência de reciprocidade cede perante a projeção de um outro interesse digno de tutela: neste caso, o interesse patrimonial do mandante/fiduciante, materializado no vínculo de afetação funcional que grava os direitos de crédito que integram, formalmente, a esfera jurídica do mandatário/fiduciário.

¹¹³⁸ Cf. §5.1 e §6.1.

¹¹³⁹ Cf. PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot*, II, p. 750, autores que apontam este preceito como confirmação do acolhimento do modelo da dupla transferência, uma vez que só assim faria sentido a substituição pelo mandante ao mandatário no exercício dos direitos de crédito em questão.

¹¹⁴⁰ Relembre-se, por exemplo, que no direito suíço (cf. §3.2) o regime do mandato sem representação prevê para os direitos de crédito uma exceção ao mecanismo da dupla transferência, estabelecendo que o mandante/fiduciante se torna titular de créditos adquiridos pelo mandatário/fiduciário logo que o primeiro cumpra as obrigações assumidas perante este (cf. art. 401(1) CO).

¹¹⁴¹ Afinal, não apenas para o exercício *simples* pelo mandante do crédito objeto da relação fiduciária, mas também para a sua utilização no quadro da compensação de créditos, o regime do art. 1181.º/2 tem a mesma justificação: *não lesa interesses do mandatário, nem contraria quaisquer legítimas expectativas do terceiro que na relação figure como devedor* — cf. PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot*, II, p. 750.

Assente como pano de fundo esta *vulnerabilidade* do requisito da reciprocidade, que é intensa no domínio da titularidade fiduciária de créditos, é depois, e uma vez mais, a projeção normativa do art. 1184.^o que, conjugado com a disciplina específica da compensação de créditos, permite com segurança fundamentar a solução atrás sugerida: a de que deve ser vedado o recurso à compensação de créditos por credores gerais do mandatário/fiduciário a fim de fazer extinguir um crédito sobre eles devido pelo fiduciário em nome próprio, mas por conta do mandante/fiduciante. Daquele preceito resulta, como ficou demonstrado, a *impenhorabilidade* do acervo fiduciário sob gestão, incluindo os casos em que este integre direitos de crédito sobre terceiros¹¹⁴². A *função normativa* do art. 1184.^o, visando impedir o acesso dos credores gerais do fiduciário a bens que não correspondem para este um qualquer acréscimo patrimonial, só será cumprida se o acesso ao acervo fiduciário for vedado através do recurso ao instituto da compensação de créditos¹¹⁴³; permiti-lo seria abrir a porta a que os direitos de crédito de que o fiduciário é titular por conta do fiduciante fossem afinal *desviados* da sua função típica¹¹⁴⁴ e, em consequência, usados pelo fiduciário, ainda que mediatamente, para assegurar o cumprimento de uma sua obrigação pessoal assumida perante terceiro(s)¹¹⁴⁵. Uma tal

¹¹⁴² Por outras palavras, sendo inatacáveis pelos credores gerais do fiduciário num cenário de execução forçada, os direitos de crédito objeto de uma relação fiduciária não podem também, por força do disposto no art. 853.^o/1-b), ser extintos por compensação declarada por um tal credor geral do fiduciário. Para tal, deverá ser respeitado o regime de prioridade temporal previsto no art. 1184.^o: a compensação será vedada apenas se a correspondente declaração for emitida pelo credor do fiduciário em data posterior à celebração do contrato fiduciário (ou da sucessiva documentação da conta corrente que reflete as posições recíprocas de fiduciário e fiduciante).

¹¹⁴³ Na literatura alemã, o já aludido §392HGB é interpretado por doutrina de relevo no mesmo sentido, dele sendo extraída uma norma que veda a possibilidade de os credores gerais do comissário/fiduciário, que sejam simultaneamente devedores de um crédito fiduciário, extinguírem por compensação este último usando para o efeito um crédito devido a título pessoal sobre o fiduciário — cf., por todos, SCHMIDT, *Handelsrecht*, pp. 900-901.

¹¹⁴⁴ Argumentando em sentido próximo, no direito inglês, DERHAM, *The Law of Set-Off*, p. 450. Assim foi por exemplo decidido nos «*leading cases*» *Bristowe v. Needham* (1844) 7 Man. & G. 648 e *Barclays Bank Ltd. v. Quistclose Investments Ltd.* [1970] A.C. 597. Neste último caso, um banco havia emprestado a uma sociedade comercial um determinado montante, para pagamento de dividendos; porque se destinava a um propósito especial, o dinheiro foi creditado numa conta segregada em nome da sociedade, mas em regime de trust a favor dos seus acionistas, credores daquele dividendo. Tendo a empresa entrado em processo de liquidação antes de ser pago o dividendo, o banco procurou compensar um saldo negativo de uma outra conta dessa mesma empresa com o montante creditado naquela conta especial. Ora, tendo os acionistas vindo reclamar o montante em questão, o tribunal não permitiu tal compensação, precisamente por entender que aquele dinheiro, apesar de formalmente em nome da sociedade, pertencia já aos seus acionistas, seus beneficiários efetivos, porque credores do dividendo a ser pago. Para uma listagem extensa de casos ilustrativos desta regra, cf. WOOD, *English and International Set-Off*, pp. 1050 ss.

¹¹⁴⁵ Retomando o exemplo atrás enunciado, o critério enunciado impossibilita, nos casos em que o fiduciário detenha fiduciariamente numa conta bancária aberta em nome próprio dinheiro *pertencente* ao fiduciante, e não obstante a verificação de uma *reciprocidade formal*, o banco compensar o valor deste depósito com uma dívida pessoal do fiduciário. Neste sentido, referindo-se porém apenas aos casos em que a natureza

solução equivaleria a criar uma intolerável contradição no quadro normativo que regula a posição jurídica em que se encontram investidos fiduciante e fiduciário: os direitos de crédito de que o fiduciário é titular permaneceriam salvaguardados de agressão pelos credores em concurso de credores, mas já não se, antes desse momento, um credor do mandatário a eles decidisse recorrer para extinguir uma dívida pessoal assumida perante o fiduciário¹¹⁴⁶.

§7.º Os atos de disposição sobre o bem fiduciário em violação do *pactum fiduciae*: a posição do fiduciante no confronto com terceiros adquirentes de pretensões incompatíveis com o vínculo fiduciário

7.1 Colocação do problema; referência ao tema da execução específica. Apreciação crítica da doutrina dominante e sugestão de um percurso hermenêutico alternativo

I. Discutiu-se, até aqui, a posição do fiduciante num cenário de concurso (singular ou coletivo) de credores do fiduciário, cenário que não pressupõe o incumprimento pelo fiduciário do vínculo contratual e em que parte de terceiros a *agressão* ao património fiduciário. Passando para a outra problemática fundamental da *dimensão externa* da relação fiduciária, a análise desloca-se para os casos de efetiva violação do *pactum fiduciae*, em que

fiduciária daquela conta seja conhecida do banco, veja-se HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 62, que adianta ser este o resultado mesmo quando do contrato de abertura de conta não conste expressamente uma exclusão convencional do direito de o banco recorrer à compensação.

¹¹⁴⁶ Acresce ainda que, tal como o exercício direto dos direitos de crédito pelo mandante a partir do art. 1181.º/2 e a aplicação do art. 1184.º num cenário de insolvência do mandatário/fiduciário são consequências absolutamente independentes do conhecimento ou desconhecimento, pelos credores gerais, da natureza fiduciária da titularidade dos bens do mandato, produzindo-se o efeito de separação patrimonial em qualquer dos casos, também a proibição do exercício da compensação pelos credores do mandatário será independente da boa ou má fé destes. Nestes termos, a solução preconizada para o direito português segue por um caminho distinto do que é sufragado pela doutrina dominante no direito alemão, que encontra no instituto da boa fé a âncora de direito positivo que permite reconhecer este desvio ao princípio da reciprocidade formal — cf., por todos, CANARIS, *Bankvertragsrecht*, p. 180. Daí que, segundo esta corrente, só quando a relação fiduciária é cognoscível pode um tal desvio ser aceite, porque só aí é vislumbrável a *Sonderbindung* que abre a porta à aplicação do §242 BGB para impedir a compensação — cf. HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 63. Há, no entanto, outras posições, minoritárias, mas mais atuais, que procuram *localizar* o fundamento desta limitação ao exercício da compensação de créditos no vínculo de afetação funcional que grava os créditos objeto da relação fiduciária — cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft* pp. 422 ss.

o fiduciário transmite¹¹⁴⁷ a terceiro parte ou a totalidade dos direitos de que é apenas fiduciariamente titular, contrariando a *função* que esses bens eram supostos cumprir enquanto na sua esfera e, reflexamente, violando a obrigação que sobre ele impendia de os (re)transferir para o fiduciante¹¹⁴⁸. Do conflito de interesses entre fiduciante e demais credores do fiduciário, passa-se, a partir de agora, para o conflito entre o interesse patrimonial do fiduciante e o de terceiros adquirentes de pretensões incompatíveis sobre o bem fiduciário em resultado de um ato de disposição ilícito levado a cabo pelo fiduciário.

Formulado nestes termos o problema, é perceptível que ele não é, em rigor, independente das conclusões a que cheguei nas páginas anteriores. Isto porque, num primeiro plano, interessa agora apurar se a autonomia patrimonial reconhecida ao bem fiduciário, nos termos atrás explicitados, vê o seu alcance normativo limitado à *circunscrição* da esfera de responsabilidade patrimonial do fiduciário, ou se, pelo contrário, se faz sentir também na modelação de outras prerrogativas de que dispõe o fiduciário enquanto proprietário daquela massa patrimonial separada. Em concreto, não pode ser descurada a circunstância de ser perfeitamente possível obter por negócio jurídico (dispositivo) um efeito análogo àquele que a separação patrimonial visa obstar; a partir desta inquestionável constatação, interessa averiguar se a plena realização das finalidades normativas promovidas pela separação patrimonial não exige também a conformação do poder de disposição reconhecido ao titular do património segregado.

Ainda a título de enquadramento, interessa notar que este segundo problema paradigmático da *esfera externa* da relação fiduciária é verdadeiramente crítico no caso em que o fiduciário, tendo alienado ou onerado de forma ilícita o bem da fidúcia, se torna depois insolvente — embora a sua relevância não se limite a este cenário. Permanecendo solvente,

¹¹⁴⁷ Para facilitar a exposição, será ao longo do texto por regra referido o caso paradigmático da transmissão plena dos bens fiduciários para terceiro, ainda que este não constitua o único caso possível de aquisição por terceiros de um direito incompatível com a posição do fiduciante. Tal pode suceder, também, na hipótese de oneração do bem fiduciário, oferecendo-o em garantia a credores seus, ou em que simplesmente a sua conduta conduza a uma desvalorização daquele acervo.

¹¹⁴⁸ Não se ignora ser possível que o negócio fiduciário de gestão pode pressupor, a título instrumental ou mesmo principal, justamente a prática de atos de disposição sobre o património fiduciário, dentro do quadro contratual estipulado entre fiduciário e fiduciante. Assim sucederá, tipicamente aliás, nos casos de fidúcia com fim de gestão — por exemplo na gestão de carteiras de valores mobiliários — em que seja conferido ao fiduciário o poder de, no interesse do fiduciante, dispor dos bens que a cada momento integram o acervo fiduciário. Não são estes os casos que nos vão ocupar, mas sim aqueles em que o negócio dispositivo viola a disciplina contratual fiduciária, conduzindo ao incumprimento da obrigação de (re)transmissão do bem fiduciário para o fiduciante.

a responsabilização contratual do fiduciário por violação do *pactum fiduciae*¹¹⁴⁹ permitirá — exceto em casos de verdadeira infungibilidade do acervo em causa — assegurar a reconstituição da situação prévia à conduta ilícita do fiduciário, sendo por essa via neutralizado o impacto económico na esfera do fiduciante. Por outro lado, aquele efeito de *subrogação real* que vem necessariamente associado à autonomia patrimonial dos bens da fidúcia¹¹⁵⁰ assegura ao fiduciante a separação, em seu benefício exclusivo, dos bens que venham a integrar a esfera do fiduciário na sequência daquele ato dispositivo ilícito (tipicamente, o produto da alienação do bem fiduciário). Todavia, caindo o fiduciário numa situação de insolvência, o fiduciante deixará por regra de encontrar na sua massa patrimonial os bens necessários e suficientes para reconstruir o acervo fiduciário, hipótese em que a tutela da sua posição patrimonial dependerá decisivamente da possibilidade de *atacar* a validade daquele negócio dispositivo ilícito, procurando recuperar o bem fiduciário da esfera de terceiro.

II. Certo que, em rigor, este risco de *desvio* do bem fiduciário não está fatalmente associado a uma alienação ou oneração do bem fiduciário, podendo resultar da recusa do fiduciário em honrar a obrigação, emergente do *pactum fiduciae*, de (re)transmissão daquele património fiduciário, mantendo-o na sua esfera. Sendo por definição transitória a *situação proprietária* do fiduciário, e dependendo o ingresso do bem fiduciário na esfera do fiduciante — de acordo com a estrutura típica do negócio fiduciário¹¹⁵¹ — de uma (nova) manifestação de vontade do fiduciário, pode dar-se a hipótese de este, obrigado de acordo com o programa contratual estipulado a (re)transferir o bem fiduciário¹¹⁵², se abster voluntariamente de o fazer. Decorre da natureza creditícia da pretensão do fiduciante a impossibilidade de recorrer a uma ação de reivindicação, destinada a (re)incorporar o bem fiduciário na sua esfera patrimonial. Atenta a (tendencial) natureza contratual daquele ato transmissivo¹¹⁵³, pode porém ser suscitado o recurso ao mecanismo da execução específica

¹¹⁴⁹ É bom lembrar que “a responsabilidade civil acompanha sempre a fidúcia como consequência da infidelidade” (cf. PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, p. 291).

¹¹⁵⁰ E que mantém sob o alcance do efeito de segregação patrimonial os bens sucedâneos que, no património do fiduciário, venham a substituir o património fiduciário original (cf. §5.1 e §6.2).

¹¹⁵¹ Cf. §2.º.

¹¹⁵² Ou porque se encontra cumprida a atividade de gestão acordada, ou simplesmente porque o fiduciante pretende fazer cessar a relação fiduciária.

¹¹⁵³ Acerca desta qualificação do ato transmissivo do bem fiduciário para o fiduciante — a entender como tendencial no *quadro tipológico* atrás sustentado para o conceito de negócio fiduciário —, cuja eficácia

(cf. art. 830.^o ¹¹⁵⁴) como forma de assegurar o cumprimento coercivo daquela obrigação do fiduciário¹¹⁵⁵ — naturalmente apenas para o caso em que a eventual mora do fiduciante não haja dado lugar a uma situação de incumprimento definitivo (cf. art. 808.^o)¹¹⁵⁶. É inequívoco que do negócio fiduciário emerge, para o fiduciário, uma obrigação de contratar, a qual reveste natureza convencional e surge como funcionalmente análoga à do promitente-vendedor¹¹⁵⁷. Não obstante a tendência algo restritiva da doutrina tradicional a respeito do âmbito de aplicação do instituto da execução específica¹¹⁵⁸, deve com segurança aceitar-se a

pressupõe, por natureza, o acordo do transmissário (mesmo que apenas tácito), cf. §2.^o. Conforme então ficou dito, admito que, no quadro da autonomia privada, resulte do programa contratual estipulado entre fiduciário e fiduciante um diferente modo de transmissão do bem fiduciário, assente, por exemplo, num simples ato unilateral do fiduciário (independente de acordo do fiduciante). Assim poderá ser, por exemplo, nos casos em que a titularidade fiduciária se encontre limitada pela aposição de uma condição resolutiva ou de um termo, cuja verificação geraria o ingresso automático dos bens fiduciários na esfera do fiduciante. Isto dito, a verdade é que conformação típica do negócio fiduciário e a projeção intensa do interesse do fiduciante na execução e cumprimento da disciplina contratual pelo fiduciário tornam *natural* a exigência de consentimento da parte do fiduciante para que o acervo fiduciário passe a integrar o seu patrimônio, mesmo que tal acordo seja — como admite J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, pp. 138-139 — dado *ex ante*, logo no momento da celebração do *pactum fiduciae*. Creio por isso que só parcialmente tem razão PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, p. 168, quando afirma que “não se pode recorrer a um determinado mecanismo considerado mais adequado para resultar da interpretação da vontade dos contraentes que eles optaram por outro”. Seguramente que não pode ser minorizada a relevância da interpretação e integração da vontade das partes, que podem ter em concreto optado por uma solução particular para operar a transferência do bem fiduciário para a esfera do fiduciante. Porém, pelas razões expostas, que valorizam o conteúdo composto do negócio fiduciário, o ingresso do acervo fiduciário na esfera do fiduciante — incluindo no caso paradigmático do mandato sem representação (cf. art. 1181.^o/1) — dependerá tendencialmente do acordo prestado pelo fiduciante, ainda que implícito e materializado logo no momento da constituição da relação fiduciária.

¹¹⁵⁴ Interessa a modalidade de execução específica de uma obrigação de contratar, prevista no art. 830.^o. Para um enquadramento breve destas modalidades de execução coativa da prestação, cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações IV)*, p. 166.

¹¹⁵⁵ Este recurso à execução específica como forma de tutelar a posição do fiduciante num cenário de recusa pelo fiduciário de cumprimento da obrigação de (re)transmissão do bem fiduciário é debatida na literatura que se ocupou do mandato sem representação e, mais genericamente, do negócio fiduciário; veja-se, por exemplo, J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, pp. 131 ss.; PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, p. 286, e *Em tema de negócio fiduciário*, pp. 121 ss.; PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 167 ss. Veja-se, também, na literatura geral, ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, p. 213; MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral IV)*, pp. 73-74.

¹¹⁵⁶ Cf. MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, p. 464. Além deste mecanismo de tutela, o fiduciante terá sempre direito a indemnização pelos prejuízos decorrentes da mora (cf. art. 804.^o). Acerca do art. 808.^o, vetor central do regime do não cumprimento das obrigações, cf. a doutrina de referência: ALMEIDA COSTA, *Direitos das Obrigações*, pp. 1037 ss.; MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações IV)*, pp. 135 ss. RIBEIRO DE FARIA, *Direito das Obrigações*, II, pp. 390 ss.; Sobre as tipologias de incumprimento e os efeitos a elas tipicamente associados, cf. P. GUIA PEREIRA, “Nótula sobre Tipologia do Incumprimento”, pp. 637 ss.; e PINTO DE OLIVEIRA, *Princípios*, pp. 399 ss.

¹¹⁵⁷ O que é reconhecido na jurisprudência; veja-se o Ac. da RP, de 11/04/2002 (JOÃO VAZ).

¹¹⁵⁸ Vejam-se, por exemplo, as posições de PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, II, pp. 106 ss., que assinalam a limitação deste mecanismo às obrigações de fonte convencional resultantes de contrato promessa; também, ANTUNES VARELA, *Das Obrigações*, I, pp. 335 ss.; I. GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, p. 135, que aponta a natureza excepcional desta providência, impassível de extensão analógica para outro tipo de obrigações de contratar. Alguma jurisprudência acolheu esta visão restritiva, rejeitando que o mandante possa recorrer à execução específica em caso de incumprimento pelo mandatário — cf., por exemplo, Ac. do STJ, de

extensão analógica do art. 830.⁹¹¹⁵⁹ para assegurar a tutela do mandante/fiduciante quando o mandatário/fiduciário se recuse a transferir o acervo fiduciário nos termos estipulados. Trata-se, de resto, de uma posição que — especificamente para o mandato sem representação — se tem consolidado¹¹⁶⁰, incluindo na jurisprudência¹¹⁶¹, e que é majoritária noutros direitos¹¹⁶². Também por esta via parece mais mitigado o *risco fiduciário* do que à partida faria supor a abordagem tradicional da dogmática do negócio fiduciário, sendo afinal

11/05/2000 (ABÍLIO VASCONCELOS); para mais indicações sobre decisões jurisprudenciais, ver MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, p. 464, nota 927.

¹¹⁵⁹ Que não reveste natureza excecional, devendo ser enquadrado como decorrência preferência normativa pela *restauração natural* sobre a *restauração por equivalente* (cf. ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, p. 214).

¹¹⁶⁰ J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 134, sustenta uma *extensão da categoria* que habilita o recurso ao mecanismo da execução específica aos “casos em que existe um contrato autónomo (...) que tem por objetivo a celebração de um contrato futuro entre as partes contratantes”. O autor, mesmo afastando inequivocamente os tipos do mandato e do contrato promessa (incluindo o *pactum de contrahendo cum tertio*), conclui que no primeiro existe, tal como no segundo, “uma obrigação de contratar de fonte convencional” (pp. 135-136); esta natureza contratual do ato transmissivo resultaria da circunstância de não ser permitido a alguém fazer ingressar bens no património de outrem “sem a participação concordante do beneficiário da atribuição”, sendo que o acordo do *dominus* pode ser dado tanto no momento da celebração do contrato, como naquele em que o mandatário se predispõe a cumprir a obrigação a que se encontra vinculado (p. 138). A posição deste autor, retomada na sua monografia *Assunção Fidejussória*, p. 35 (nota 125), parece merecer adesão genérica da parte de MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, pp. 464, que entende também ser aplicável ao contrato de mandato a exigência constante do art. 410.º/2 quando se trate da aquisição de bens imóveis. Escrevendo a respeito do depósito escrow de natureza fiduciária, aceita também a tutela do fiduciante ao abrigo do instituto da execução específica, MORAIS ANTUNES, *Do Contrato de Depósito Escrow*, pp. 285 ss. Estendendo o regime da execução específica aos casos em que há obrigação de contratar, ANA PRATA, *O contrato-promessa*, pp. 904 ss., bem como PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, p. 286, e *Em tema de negócio fiduciário*, pp. 121 ss. Por seu turno, PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 174 ss., referindo-se à categoria do negócio fiduciário de gestão, mas tomando como caso paradigmático o mandato sem representação, aceita com maiores cuidados a natureza contratual do ato transmissivo do bem do fiduciário, atribuindo antes um papel decisivo à interpretação (e integração) da vontade das partes para determinar a forma de transmissão do bem fiduciário (174-175); acaba porém por aceitar que, “na generalidade das hipóteses” aquela transmissão do bem fiduciário para o fiduciante “passa pela celebração de um contrato, de forma a que a aquisição dos direitos só se verifique com o acordo do fiduciante ou mandante” (p. 175), apontando como argumento decisivo não a necessidade de acordo para que alguém receba de outrem um bem no seu património, invocado por J. COSTA GOMES, mas antes “o facto de o mandante ter um relevante interesse em controlar a execução do mandato por parte do mandatário, recusando-se a aceitar a transmissão de direitos sobre bens que traduzem um incorrecto cumprimento da obrigação por parte do mandatário, sem que este o possa fazer unilateralmente” (p. 176).

¹¹⁶¹ Vejam-se, entre outros, o Ac. do STJ, de 02/10/2008 (DEOLINDA VARÃO), o Ac. da RP, de 11/04/2002 (JOÃO VAZ), o Ac. da RL, de 30/03/2000 (CORDEIRO DIAS), o Ac. da RL, de 01/11/1999 (ROQUE NOGUEIRA) e o Ac. da RC, de 28/05/1996 (HERCULANO NAMORA).

¹¹⁶² É assim, designadamente, no ordenamento italiano, onde — mesmo num quadro normativo distinto, que habilita o mandante a *reivindicar* coisas móveis adquiridas pelo mandatário por sua conta (cf. art. 1706 *codice*) — é aceite, e não apenas na literatura mais recente — veja-se, por exemplo, PUGLIATTI, “Fiducia”, p. 247 e p. 310 — o recurso à execução específica quando o mandatário/fiduciário se recuse a transferir para o mandante/fiduciante direitos adquiridos sobre bens imóveis; cf., por exemplo, GRASSETI, “Il negozio fiduciario nel diritto privato”, p. 2 ss., e, na literatura mais recente, cf., para além dos autores indicados atrás (cf. §3.2), também MONTINARO, *Trust*, pp. 179 ss. Sublinha a tutela do fiduciante através da execução específica, focando em particular o problema do registo da ação de execução específica previamente à alienação do bem fiduciário a terceiro, cf., na literatura italiana, GRAZIADEI, “Acquisto per conto di un comitato non riconosciuto e dissociazione dela proprietà”, pp. 147 ss.

a sempre assumida *vulnerabilidade* do fiduciante atenuada de forma significativa, nestas casos de *inércia* do fiduciário, pela extensão deste mecanismo de tutela contratual¹¹⁶³.

III. O mecanismo de tutela que se acabou de descrever tem aplicação apenas na hipótese, que não é a que mais nos interessa, em que o fiduciante atua tempestivamente e impede a alienação do bem fiduciário a terceiro. Em coerência com o plano traçado, a constelação problemática que interessa agora estudar é composta por aqueles casos em que o património fiduciário já não se encontra na esfera do fiduciário, tendo já sido transferido para a de um terceiro, em violação do vínculo fiduciário. Só aí as dimensões externa e interna da relação fiduciária se interseitam, e só aí é que o negócio fiduciário de gestão suscita um conflito entre o fiduciante e terceiros. Em causa está, em síntese, a tensão entre o poder de disposição sobre o bem fiduciário, reconhecido genericamente ao fiduciário, de um lado, e, de outro, a projeção do peculiar vínculo obrigacional que une fiduciário e fiduciante, que faz repercutir na esfera deste o conteúdo económico daquele direito objeto da relação fiduciária e a que a lei associa um efeito de separação patrimonial.

A ausência de uma posição jurídica real, dotada de sequela, impede o fiduciante de recorrer à ação de reivindicação (cf. art. 1311.º), assegurando por essa via a *restituição* do bem fiduciário¹¹⁶⁴. Por seu turno, a posição em que fica investido o fiduciário, revestindo embora características peculiares moldadas pela dimensão interna da relação fiduciária, é, ainda assim, uma posição de *proprietário*, pelo que a alienação do bem fiduciário não será imediatamente enquadrável no regime dos arts. 892.º ss. Sendo este o pressuposto, interessa todavia determinar em que medida (se alguma) aquele vínculo fiduciário de natureza obrigacional, a que o ordenamento reconhece externalidades no confronto com os credores gerais do fiduciário, é ainda passível de *atingir* o conteúdo e extensão do poder de disposição reconhecido ao fiduciário, habilitando a tutela do fiduciante quando o bem fiduciário seja alienado em violação do *pactum fiduciae*. Num segundo plano, faltando fundamento normativo para uma tal modelação do poder de disposição do fiduciário, restará explorar outros instrumentos que o direito positivo oferece para alcançar aquela

¹¹⁶³ Aponta este *enriquecimento* da tutela do fiduciante através do recurso ao instituto da execução específica, P. MANES, *Fundazione fiduciaria e patrimoni allo scopo*, p. 134.

¹¹⁶⁴ Na jurisprudência, isso mesmo é reconhecido no quadro do mandato sem representação; cf., por exemplo, o Ac. do STJ, de 02/10/2008 (DEOLINDA VARÃO). Sobre a limitação da ação de reivindicação às situações de titularidade de um direito de propriedade (e, *mutatis mutandis*, aos outros direitos reais menores), cf., por todos, PINTO DUARTE, *Curso*, pp. 64-65; J. ALBERTO VIEIRA, *Direitos Reais*, pp. 486 ss.

tutela (nesse caso, derivada) do fiduciante. É esta a tarefa a que se propõem as páginas seguintes, numa análise que não deixará de assentar nos resultados consolidados nos capítulos precedentes, não apenas no que respeita ao confronto com as soluções preconizadas noutros ordenamentos, mas também — e como se verá — no que toca aos resultados chegados a respeito da vocação geral do art. 1184.^o.

IV. Um dos dados normativos interessantes recolhidos no percurso juscomparativo foi a constatação de que o amplo reconhecimento — nalguns ordenamentos, também jurisprudencial — de tutela ao fiduciante na insolvência do fiduciário, mesmo assente em construções dogmáticas distintas e de intensidade variável, não encontra paralelo no tratamento da alienação ilícita do bem fiduciário e da proteção nesses casos conferida ao fiduciante¹¹⁶⁵. Prevaleceu quase sempre uma visão unitária do direito de propriedade, relutante no reconhecimento de especificidades e limitações às prerrogativas de disposição do fiduciário, supostamente indissociáveis daquele *terrível direito* e mesmo quando — como sucede no negócio fiduciário gestório — destinado a beneficiar uma esfera alheia. Como prevaleceu, também, a conceção clássica da fidúcia assente na combinação de um efeito real e de um efeito obrigacional, o que configuraria um obstáculo intransponível na busca de fundamento para a proteção do fiduciante¹¹⁶⁶. Valendo de forma transversal uma interpretação do quadro normativo mais conceptual-formalista do que funcional¹¹⁶⁷, consolidou-se a ideia de que o poder de disposição do fiduciário não estaria intrinsecamente limitado¹¹⁶⁸, pelo que, assim sendo, seriam em regra válidas as transmissões feitas a favor de

¹¹⁶⁵ Cf. §3.^o, em particular a síntese conclusiva (§3.4).

¹¹⁶⁶ Resultou do percurso de comparação que o problema da alienação ilícita do bem fiduciário, quando comparado com o tratamento doutrinal oferecido ao problema da insolvência, apresenta resultados divergentes. Enquanto nos direitos continentais estudados (Alemanha, Suíça e Itália) a natureza pessoal do vínculo fiduciário constitui um obstáculo (aparentemente) intransponível, não afetando em consequência o conteúdo do poder de disposição do fiduciário, o direito inglês consegue ir mais longe, determinando que, por princípio, a *legal ownership* reconhecida ao *trustee* não abarca um poder de disposição pleno, que não pode extravasar o programa fiduciário.

¹¹⁶⁷ O que não deixa de estranhar, pois havia sido a valoração dos elementos teleológico e funcional a abrir a porta à tutela do fiduciante na insolvência do fiduciário. Assumiu-se, em consequência, uma distinção entre duas categorias de terceiros — os credores gerais do fiduciário, de um lado, e os adquirentes (de boa fé) — e aceitou-se um tratamento diferenciado dessas mesmas categorias, fundado numa diferente ponderação de interesses (assim, por exemplo, JAEGER, *La separazione*, p. 341).

¹¹⁶⁸ No espaço jurídico germânico, é decisiva a projeção do §137 BGB, que impede a limitação, por meio de negócio jurídico privado e com efeito real, do poder de disposição sobre um direito (ERMAN, *BGB §137 (PALM)*, p. 389; LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 846; na literatura específica do negócio fiduciário, por exemplo BITTER, *Rechtsträgerschaft*, p. 455, GEIBEL, *Treuhandrecht*, p. 44. É justamente com base nesta disposição que é rejeitada a limitação do poder de disposição do fiduciário — cf. CANARIS, “Verdinglichung”, pp. 419 ss., e

terceiro, mesmo quando contrárias ao *pactum fiduciae*¹¹⁶⁹. Nos direitos suíço e italiano, que assentam a tutela do fiduciante na insolvência do fiduciário numa extensão do quadro normativo do mandato sem representação, este é já considerado insuficiente para sustentar a projeção do vínculo de afetação funcional que grava os bens fiduciários no conteúdo do *ius disponendi* reconhecido ao mandatário/fiduciário¹¹⁷⁰. Na base destes entendimentos está a preocupação comum de proteger a posição do terceiro adquirente — ou, pelo menos, de alguns terceiros adquirentes — e, por essa via, contribuir para a segurança do tráfego¹¹⁷¹.

Isto que se descreveu não significou, porém, a inevitabilidade de uma total desproteção do fiduciante no confronto com terceiros adquirentes do bem fiduciário. Antes implicou a procura de soluções noutros elementos do sistema, relacionados já não com o conteúdo das posições jurídicas em conflito, mas com aspetos *externos*, designadamente a censurabilidade associada à conduta do terceiro adquirente¹¹⁷². Quase sempre, por isso, as soluções oferecidas para sustentar a tutela do fiduciante revestem natureza indireta e mediata, fundando-se, de um prisma dogmático, em institutos de carácter geral¹¹⁷³.

Bankvertragsrecht, p. 272 ss.; GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, p. 324; HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, pp. 66 ss.; SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, p. 419). Alega-se que, se não fosse nestes termos isolado o poder de disposição do fiduciário, saíria frustrada a teleologia do §137 BGB, materializada na segurança do tráfego jurídico e na imutabilidade do conteúdo dos direitos reais (BEUTHIEN, “Treuhand”, p. 61; HUBER, “Anmerkung”, p. 792).

¹¹⁶⁹ Na doutrina germânica, COING, *Treuhand*, pp. 161 ss.; LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, p. 846; LEHMAN/HÜBNER, *Allgemeiner Teil*, p. 254; SOERGEL/HEFERMEHL, §137, p. 235; SOERGEL/LEPTIEN, prenot. §164, p. 553; no direito suíço, GUHL/MERZ/KOLLER, *Obligationenrecht*, p. 127; e NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 71; ROSSIER, “Etude comparée”, p. 893, nota 439; e WIEGAND, “Trau, schau wem”, pp. 569 ss.; WÄLLI, *Das reine fiduziarische Treuhand*, p. 67; THÉVENOZ, “La fiducie”, p. 335; GAUTSCHI, art. 394-406 OR, p. 316; “Causa”, 245-247. No direito italiano, CALVO, “La tutela”, p. 57; MAZZONI, “Les opérations fiduciaires en droit italien”, p. 342 e p. 350; MONTINARO, *Trust*, p. 311; LIPARI, *Il negozio fiduciario*, pp. 421 ss.; NERI, *Il trust*, p. 366.

¹¹⁷⁰ Com as mesmas dificuldades se deparam ainda os juristas nos *mixed legal systems*, onde é também mais limitada a tutela assegurada ao *beneficial owner* em caso de *breach of trust*. Na direito escocês, esta desequilíbrio face à proteção do fiduciante na insolvência do fiduciário vem sendo colmatado através da consagração legal expressa de mecanismos de invalidação de atos dispositivos ilícitos levados a cabo pelo fiduciário, quando o adquirente de uma pretensão incompatível sobre o bem fiduciário atua de má fé (cf., por exemplo, DE WALL/PAISLEY, “Trusts”, pp. 838-839).

¹¹⁷¹ Cf., por exemplo, ROPPO, *O contrato*, p. 219.

¹¹⁷² Cf. GAMBARO, *Il diritto di proprietà*, p. 609.

¹¹⁷³ É sugerida a hipótese de anulação da disposição ilícita por violação da cláusula geral dos bons costumes, conjugada com a responsabilização delitual do terceiro, solução restritiva mas a que mais adeptos reúne no direito alemão (cf. §3.1, com amplas indicações bibliográficas; esta é ainda hoje considerada a posição maioritária naquele ordenamento — cf. *Münchener Kommentar BGB* (ARMBÜSTER), §137, I, p. 1637) e, por este influenciado, também no direito suíço (Cf. NICKEL-SCHWEITZER, *Rechtsvergleichender Beitrag*, p. 72; WÄLLI, *Das reine fiduziarische Treuhand*, p. 67; REYMOND, *Essai*, p. 51; GAUTSCHI, “Causa”, pp. 246 ss.; KÜPPER, *Treuhänderische Unternehmensbeteiligung*, p. 52; WÄLLI, *Das reine fiduziarische Treuhand*, p. 67). Noutra direção, é igualmente sugerida a extensão analógica das regras do abuso de representação, permitida pela alegada proximidade funcional entre a fidúcia e a representação, solução esta defendida por parte relevante da doutrina alemã (ASSFALG, “Schutz des Treuhänderbegünstigten”, p. 1906; COING, *Treuhand*, pp. 164 ss.; KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 141; KRIES, *Rechtsstellung*, pp. 93 ss.; GRUBER, “Treuhandmissbrauch”, pp. 460 ss.; PICHERER,

Sendo este o panorama dominante nas ordens jurídicas continentais, a análise juscomparativa revelou outras orientações, minoritárias é certo e quase exclusivamente circunscritas à literatura alemã, que apontam outros caminhos, abrindo a porta ao reconhecimento (mesmo que mitigado) de algumas limitações ao poder de disposição do fiduciário. Subjacentes a estes esforços mais arrojados estão, quase sempre, motivações de coerência e harmonia sistemática, que pretendem impedir resultados interpretativos distintos para situações que justificariam tratamento análogo. Paradigmática disso mesmo é a corrente doutrinal que, merecendo hoje um acolhimento amplo no espaço jurídico alemão, sustenta a projeção da ponderação normativa subjacente ao já aludido §392.2 HGB¹¹⁷⁴ também sobre os atos dispositivos violadores do *pactum fiduciae* que sejam praticados pelo fiduciário com escopo de garantia em benefício de credores seus¹¹⁷⁵. Nesses casos, a que a jurisprudência reconhece relevância¹¹⁷⁶, porque estaria em causa o mesmo objetivo normativo em que assenta a tutela do fiduciante na insolvência do fiduciário — *i.e.*, impedir que o bem fiduciário responda pelas dívidas gerais do fiduciário —, impor-se-ia o reconhecimento da falta de legitimidade dispositiva do *Treuhänder*. Na síntese de CANARIS, os credores do fiduciário não deveriam obter por negócio o que não conseguem na execução singular e insolvência¹¹⁷⁷. Vão mais longe outros autores, procurando justificar dogmaticamente uma limitação abrangente do poder de disposição do fiduciário,

Sicherungsinstrumente, pp. 195 ss.; SCHLOSSER, “Außenwirkungen”, pp. 681 ss.; TEBBEN, *Unterbeteiligung*, pp. 192 ss.; K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, p. 1829; BLAUROCK, *Unterbeteiligung*, p. 133; WANK, “Mißbrauch”, pp. 402 ss.; KÖTZ, *Trust und Treuhand*, p. 141) — com ecos na doutrina italiana (é designadamente a solução proposta por LUPOI, *Trusts*, pp. 611 ss., no que é seguido por GUARNERI, “Atti di disposizione”, p. 118. Contra, NERI, *Il trust*, pp. 361 ss.), mas que, como se viu, acabou por não encontrar sufrágio significativo na jurisprudência daqueles países, situação que até hoje se mantém. É também proposto o recurso à responsabilidade extracontratual do terceiro adquirente, independente do teste da violação da cláusula dos bons costumes; é essa, por exemplo, a relevante construção de GRUNDMANN, *Treuhandvertrag*, pp. 328 ss.; no direito italiano, por exemplo, NERI, *Il trust*, pp. 469-470; MAZZONI, “Les opérations fiduciaires en droit italien”, p. 351; RICCA, “Oggetto del trust”, p. 109; BALDINI, “Interposizione gestoria”, p. 139.

¹¹⁷⁴ Como se viu atrás, o §392 HGB, que integra o regime da comissão e permite a separação de créditos adquiridos pelo comissário por conta do comitente, está na base de uma intensa discussão doutrinal em torno do seu efetivo âmbito de aplicação, constituindo a base de um conjunto de importantes construções que apontam para uma tutela generalizada do fiduciante perante os credores gerais do fiduciário; sobre esta discussão, cf. §3.1, com indicações bibliográficas.

¹¹⁷⁵ Neste sentido, cf. *Münchener Kommentar HGB §392 (HÄUSER)*, 5, pp. 204 ss.; BAUMBACH/HOPT, *HGB §392*, pp. 1426-1427; KARSTEN SCHMIDT, *Handelsrecht*, pp. 897 ss.; CANARIS, *Handelsrecht*, pp. 473 ss., e “Verdinglichung”, p. 408; MARTINEK, “Geschäftsbesordnungsrecht”, p. 371; EBENROTH/BOUJONG/JOOST (KRÜGER), *Handelsgesetzbuch*, 2, pp. 594-595; STAUB/KOLLER, *Handelsgesetzbuch §§383-424*, pp. 159 ss.

¹¹⁷⁶ Veja-se a síntese feita por BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 474 ss., acerca da evolução da jurisprudência, primeiro do RG e depois do BGH, com abundantes referências.

¹¹⁷⁷ Cf. CANARIS, *Handelsrecht*, p. 473.

assegurando uma simetria total entre as duas situações típicas de conflito de interesses a que a dimensão externa da relação fiduciária dá azo¹¹⁷⁸.

É inequívoca a atração por estas vias alternativas, e não apenas (ou sequer principalmente) por razões de justiça material; até porque, em termos de resultado, atenta a tendencial redução da exigência relativa ao grau de censurabilidade da conduta de terceiro, que é patente no espaço do *civil law*, as posições hoje dominantes, em particular aquelas que assentam na responsabilidade delitual do terceiro (independentemente, portanto, do recurso à cláusula dos bons costumes e mesmo do abuso de direito), conjugada com o regime de ressarcimento através de reconstituição material da situação preexistente, são passíveis de oferecer instrumentos aptos a garantir uma tutela razoavelmente eficaz do fiduciante que veja o seu interesse patrimonial afetado em resultado de uma disposição do bem fiduciário em violação do *pactum fiduciae*. Mais relevante é, numa outra perspetiva, o propósito, que subjaz às referidas construções alternativas, de encontrar uma solução simétrica para os dois temas fundamentais que emergem na dimensão externa da relação fiduciária, e dessa forma evitar a descontinuidade entre o regime aplicável em caso de insolvência do fiduciário e às situações de alienação ilícita do bem fiduciário.

V. O quadro dogmático prevalecente no direito português reflete, ainda que de forma apenas parcial e menos detalhada, o panorama patente nestas ordens jurídicas continentais de referência. Sendo à partida assumida — sem grandes preocupações de fundamentação dogmática — a inexistência de uma coordenada normativa apta a regular genericamente o conteúdo e alcance do poder de disposição do fiduciário¹¹⁷⁹, são diversas as soluções

¹¹⁷⁸ Aceite a *ilegitimidade* do fiduciário, seriam aplicáveis a uma alienação ilícita do bem fiduciário as regras relativas às aquisições *a non domino*. Nesta direção, releva em particular a construção de BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 501 ss., fundada essencialmente numa interpretação teleológica das regras que regulam as situações de aquisição *a non domino* e, em paralelo, numa redução teleológica do §137 BGB. Em textos anteriores, a hipótese de uma solução para este problema das *treuwidrigen Verfügungen* simétrica à encontrada para a insolvência do fiduciário havia já sido suscitada por REINHARDT/ERLINGHAGEN, “Rechtsgeschäftliche Treuhand”, p. 46, e expressamente defendida por KÖTZ, *Trust und Treuhand*, pp. 140 ss. Sugerindo que o fiduciário seria um *Nichtberichtig*, WIEGAND, “Treuhand und Vertrauen”, pp. 344 ss. A resultados próximos chegam ainda aquelas outras construções, a que também se fez referência no capítulo de direito comparado, que identificam a relação fiduciária entre *Treugeber* e *Treuhänder* com um contrato de sociedade civil — cf., por exemplo, GEIBEL, *Treuhandrecht*, pp. 300 ss., e KOOS, *Fiduziarische Person*, p. 15. Solução aparentemente análoga para o direito italiano é apresentada, ainda que de forma tímida, também por GAMBARO, “Trusts”, p. 66, ao sugerir a aplicação ao fenómeno fiduciário das regras relacionadas com a circulação de bens, em particular as que tutelam os adquirentes de direitos incompatíveis sobre um mesmo bem.

¹¹⁷⁹ Note-se como a lei, não desconhecendo o problema da alienação do bem fiduciário em prejuízo do fiduciante no quadro da substituição fideicomissária, regulando-o de forma clara e estabelecendo aí uma situação de ilegitimidade relativa do fiduciário — a alienação dos bens que devem ser transmitidos para o

oferecidas, em textos recentes como em mais antigos, pelos autores que estudaram o fenómeno fiduciário. É comum a todas elas um mesmo pressuposto fundamental: a aceitação de que, fruto da natureza obrigacional do vínculo fiduciário, a transmissão dos bens da fidúcia é, por princípio, um ato jurídico para o qual o fiduciário dispõe de plenos poderes, sendo, por isso mesmo e salvo se inquinado por um qualquer outro vício, juridicamente válido¹¹⁸⁰. Mesmo para aqueles que aceitam a *externalização* da relação fiduciária perante os credores gerais do fiduciário, termina aí o impacto no conteúdo da *situação proprietária* do fiduciário dos elementos funcional e estrutural que estão na base do negócio fiduciário. Perante terceiros, o fiduciário não veria diminuído o poder de disposição sobre o bem fiduciário¹¹⁸¹. Daí que, para esta doutrina dominante, a (eventual) proteção do fiduciante tenha sempre que encontrar fundamentos distintos e de funcionamento mediato, radicados já não diretamente no vínculo de destinação que grava o bem fiduciário, nem numa consequente limitação das atribuições que cabem ao fiduciário, mas antes e apenas em meios indiretos, quase sempre dependentes de um juízo de censurabilidade da conduta do terceiro.

A via mais comum é, neste campo, de resto em linha com as posições tradicionais noutros ordenamentos de *civil law*, o recurso às cláusulas gerais que habilitam a reação contra comportamentos contrários a vetores centrais do sistema. É proposto o recurso ao instituto do abuso de direito¹¹⁸² — a via dominante —, ou também, embora com menor

fiduciante é condicionada e sujeita a autorização judicial —, optou por não o fazer no quadro do mandato sem representação (modelo de atuação fiduciária paradigmático), limitando-se, para este caso, a estabelecer uma obrigação de transmissão dos bens do mandato. A ausência, no sistema de direito privado, de uma norma com valência sistemática para regular (limitando) o poder de disposição do fiduciário será detalhada adiante.

¹¹⁸⁰ Assim, na doutrina portuguesa, reconhecendo (expressa ou implicitamente) que a limitação obrigacional a que o fiduciário está sujeito não afeta, com eficácia externa, os seus poderes de disposição sobre os bens fiduciários, GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, p. 190, nota 200; PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, p. 289; PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 534-535; PESTANA DE VASCONCELOS, *A Cessão de Créditos em Garantia e a Insolvência*, p. 393. Na jurisprudência, cf. o Ac. do STJ, de 16/03/2011 (LOPES DO REGO), onde se lê que, alienando o fiduciário o bem da fidúcia e tornando por isso impossível o cumprimento da obrigação que sobre ele impende de o retransmitir ao fiduciante, a este caberá “*naturalmente*” apenas o ressarcimento dos danos sofridos, no âmbito do instituto da responsabilidade civil.

¹¹⁸¹ Veja-se, por exemplo, a posição paradigmática de J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 132, autor que, especificamente a respeito do mandatário sem representação, nota que “*a propriedade [do mandatário] não é limitada, pelo que pode alienar livremente a coisa a terceiro, sem que a venda possa ser declarada nula com base no art. 892.º do Código Civil*”.

¹¹⁸² É a posição de PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, p. 290, para quem, ao violar a fidúcia, “o fiduciário muito dificilmente não estará a abusar do seu direito”, acrescentando depois que “se houver conluio do adquirente ou simplesmente má fé traduzida no conhecimento da situação fiduciária do bem, a invalidade do ato será oponível ao terceiro adquirente”. Para o autor, o recurso à cláusula do abuso de direito, que exigiria sempre um elevado grau de censurabilidade da conduta do terceiro adquirente, permitiria mesmo a invalidação do negócio dispositivo. Recorre também ao abuso de direito, propondo porém uma construção distinta —

projeção, o recurso à doutrina da *eficácia externa das obrigações*, que permitiria a responsabilização do terceiro de má fé pela violação do direito de crédito do fiduciante¹¹⁸³. Outras posições, não sendo indiferentes à estrutura jurídica peculiar da relação fiduciária, como também à intensidade dos vínculos obrigacionais que dela emergem, mas ainda assim evitando *avançar* sobre o conteúdo do poder de disposição do fiduciário, limitando-o, procuram assegurar uma tutela mais efetiva da posição do fiduciante, recorrendo à aplicação analógica de soluções que a lei acolheu noutros quadrantes jurídicos. É o caso dos autores que, atenta a proximidade funcional entre as duas realidades, buscam a recondução da violação do pacto fiduciário à figura do abuso de representação, cominando a ineficácia da transmissão de bens a terceiro quando este conheça ou devesse conhecer o *abuso de fidúcia*¹¹⁸⁴. Ou também daqueles outros que, para situações particulares de negócios fiduciários (tipicamente de garantia), em que a (re)transmissão dos bens fiduciários se encontra apenas sujeita à verificação de uma condição, não dependendo mais de um ato de vontade translativo por parte do fiduciário, sustentam a aplicação analógica do regime da aquisição condicional de direitos previsto nos artigos 270.º ss.¹¹⁸⁵.

Na sua base, as posições aqui descritas partilham um pressuposto comum: projetado o princípio geral da tipicidade das situações jurídicas com vocação de oponibilidade *erga*

centrada já no abuso cometido pelo terceiro adquirente, e não pelo fiduciário —, PESTANA DE VASCONCELOS, *A Cessão de Créditos em Garantia*, pp. 188 ss. Apesar de recusar a viabilidade da doutrina da eficácia externa das obrigações, mesmo no quadro da violação do pactum fiduciae, o autor acaba por concluir que, fruto das potencialidades abertas pela figura do abuso de direito, esta via permitiria não apenas a responsabilização do terceiro, mesmo numa situação de negligência grosseira — impondo a restauração natural da situação prévia ao abuso —, mas também a própria invalidação do negócio dispositivo ao abrigo do art. 281.º, sempre que se possa afirmar um fim comum a ambas as partes. De qualquer modo, denominador mínimo para se atingir um tal resultado seria sempre que o terceiro tenha “conhecimento da natureza fiduciária da titularidade do fiduciário (...) e soubesse igualmente que o devedor não pode alienar o direito, o que implica saber dos termos do negócio entre o fiduciário e o fiduciante”.

¹¹⁸³ É a via sugerida, mas não desenvolvida, por J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 132 (nota 306), e também por PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 576 ss.

¹¹⁸⁴ É a solução (alternativa) propugnada por PESTANA DE VASCONCELOS, *A Cessão de Créditos em Garantia e a Insolvência*, pp. 196 ss., muito na linha da posição seguida por alguns autores germânicos e italianos que sustentam a aplicação analógica do regime do abuso de representação aos casos de abuso de vínculo fiduciário (por todos, LUPOLI, *Trusts*, pp. 611 ss. — cf., mais detalhadamente e com indicações bibliográficas, §3.2).

¹¹⁸⁵ É a construção, para os casos de cessão de créditos em garantia, proposta por PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 531 ss. Pressuposto desta extensão analógica do regime da aquisição condicional de direitos à cessão de créditos em garantia é a automaticidade da transmissão dos direitos de crédito para o cedente “e consequente desnecessidade de prática pelo credor garantido de qualquer acto com vista à conclusão de tal transmissão” (id., p. 533). Quando assim for, a tutela do cedente estará garantida, ao abrigo do regime predisposto pelo art. 274.º/1, quando e na medida em que o cedente-garante cumpra a obrigação a que se encontra vinculado perante o cessionário-credor garantido; os atos de disposição praticados pelo cessionário-credor ficam sujeitos ao evento resolutivo de extinção da obrigação garantida (id., pp. 434-535).

omnes na relação fiduciária e, em particular, no conteúdo da situação em que fica investido o fiduciário, aceita-se que a limitação das faculdades de disposição inerentes à posição do *fiduciário-proprietário* vale apenas entre as partes; perante o *resto do mundo*, tais prerrogativas são plenas, tendo por isso o fiduciário legitimidade para alienar os bens fiduciários¹¹⁸⁶. Partilhando este pressuposto comum, estas posições partilham depois, inevitavelmente, uma outra característica essencial, que se enquadra numa tendência assinalada no percurso juscomparativo levado a cabo¹¹⁸⁷: a eventual tutela da posição do fiduciante, e a consequente oponibilidade desta ao terceiro adquirente, resulta da consideração de fatores extrínsecos à relação fiduciária, que se reconduzem, no essencial, a um juízo sobre a conduta daquele terceiro. Dito de outra maneira, não é o ato de disposição praticado pelo fiduciário que, por natureza, está inquinado; é antes a associação a este ato dispositivo de um comportamento de terceiro merecedor de censura intensa que justifica (normativamente) a proteção do fiduciante.

Ausentes na nossa literatura são, por seu turno, esforços para encontrar no regime do mandato sem representação um eventual suporte de direito positivo para uma solução distinta, assente na limitação (pelo menos para certas categorias de atos) do poder de disposição do mandatário/fiduciário. Certo que aquele regime não contém uma norma de carácter geral que incida sobre as prerrogativas de alienação e oneração decorrentes para o mandatário da aquisição da sua posição plena sobre o bem do mandato, comparável com a coordenada que vale num cenário de concurso de credores¹¹⁸⁸. Ainda assim, e ao contrário do que sucede, por exemplo, no direito alemão — em que é patente uma preocupação com a harmonia das soluções propostas para situações idênticas de acesso pelos credores gerais do fiduciário aos bens por este detidos fiduciariamente —, parecem ser ignoradas algumas potencialidades normativas que aquela disciplina sugere e que evitariam o tratamento desigual de situações jurídicas que, adotado um prisma metodologicamente correto, reclamam a mesma solução.

Não que se imponha, *porque sim*, uma total equiparação entre a tutela da posição do fiduciante na insolvência do fiduciário, progressivamente aceite na doutrina, e a tutela assegurada em face a disposições ilícitas do bem fiduciário. Num e noutro caso os bens em

¹¹⁸⁶ O mesmo é dizer, segundo este entendimento, a aquisição pelo terceiro dos bens fiduciários é feita *a domino* (cf. ANDREOLI, *Il trust nella prassi bancaria e finanziaria*, p. 131, nota 55).

¹¹⁸⁷ Cf., em particular, §3.4.

¹¹⁸⁸ Detalhadamente sobre este aspeto, cf. §7.2.

confronto são distintos, sendo mais intensa no segundo a preocupação com a certeza na circulação de bens no tráfego¹¹⁸⁹. Porém, esta *resignação* perante a (suposta) inexistência de um fundamento normativo para uma abrangente limitação do poder de disposição do mandatário/fiduciário não permitiu que fosse sequer testado um eventual impacto do efeito de separação patrimonial decorrente do art. 1184.º sobre os atos de disposição praticados pelo fiduciário em benefício dos seus credores em violação do *pactum fiduciae*. É, em consequência, aceite com resignação uma descontinuidade de soluções que prejudica a coerência interna do sistema: os credores do fiduciário veriam vedado o acesso aos bens fiduciários num cenário de execução (singular ou coletiva) do património do fiduciário, mas já não se, num imediatamente momento anterior, aceitassem a constituição sobre esse património fiduciário de uma garantia em seu favor ou recebessem parte dele para satisfação de uma sua pretensão creditícia.

VI. Não deixa de surpreender o modo como, encontrado — de forma cada vez evidente na literatura recente — um fundamento sólido para a oponibilidade aos credores gerais da posição jurídica em que está investido o fiduciante, se aceita como inevitável a plenitude do poder de disposição inerente à posição do fiduciário e a dela decorrente validade intrínseca dos negócios dispositivos por este praticados em violação do *pactum fiduciae* — exceto quando, como se disse, seja invocável um outro fundamento *extrínseco* àquele ato. Num quadro dogmático distinto, é certo, em que valem elementos normativos de projeção inequívoca (v.g. o teor do art. 1306.º), a verdade é que são visíveis nesta postura (por assim dizer) resignada alguns pressupostos e *pré-conceitos* ideológica e historicamente fundados¹¹⁹⁰, que apontam quase sempre para a natureza *unitária* e *plena* do direito de propriedade, em prejuízo da conformação de interesses que lhe é subjacente ou do negócio jurídico que lhe serve de fonte; e que sustentam a natureza sempre relativa dos efeitos jurídicos associados a um direito de crédito, mesmo quando este apresenta características peculiares reconhecidas pelo direito posto. É provavelmente isso que, mesmo sendo hoje

¹¹⁸⁹ Aliás, como já se recordou, mesmo nos ordenamentos continentais em que está mais desenvolvida a dogmática do negócio fiduciário, é evidente a mais forte proteção assegurada ao fiduciante perante os credores gerais do fiduciário do que perante terceiros adquirentes de pretensões incompatíveis. Mesmo no direito inglês, onde o instituto do *tracing* assegura um grau de sequele significativo à posição jurídica do *beneficial owner*, são também reconhecidas exceções significativas destinadas a tutelar as expectativas dos *bona fide purchasers* (cf. §3.3).

¹¹⁹⁰ Cf. o que atrás se disse a respeito das concepções subjetivistas do património — §4.2.

aceite a natureza modelar do mandato sem representação enquanto tipo paradigmático de atuação fiduciária — e em consequência concebido o ser regime como o *embrião* do quadro normativo aplicável a situações de titularidade fiduciária —, explica a facilidade com que alguns dados normativos emergentes deste regime tenham sido desconsiderados na busca de soluções para o problema que agora nos ocupa.

Não se trata apenas de recorrer de novo ao art. 1184.^o, procurando a todo o custo *esticar* o seu âmbito de aplicação, nele abrangendo também os casos de violação do vínculo fiduciário. O que porém se constata é que a limitação (funcional) do poder de disposição do mandatário/fiduciário, pelo menos relativamente a certas categorias de atos dispositivos, surge como condição necessária para que sejam plenamente cumpridos os objetivos normativos que subjazem àquelas normas que regulam a peculiar situação proprietária em que o mandatário acaba investido, e que, nos termos expostos, impõem a qualificação dos bens do mandato como um verdadeiro património separado¹¹⁹¹. Com efeito, se aquele preceito visa impedir que os credores do mandatário/fiduciário tenham acesso aos bens do mandato para satisfazer as suas pretensões, estabelecendo para esse efeito a autonomia patrimonial do bem da fidúcia, não pode ser sem mais ignorada a hipótese de ele impor também um qualquer desvalor jurídico sobre uma alienação feita pelo mandatário/fiduciário em momento anterior à execução forçada do seu património, mas com o mesmo propósito de usar aquele bem detido por conta do fiduciante para satisfazer as suas dívidas gerais. A coerência interna e congruência teleológica do quadro normativo do mandato sem representação conviveria mal com uma tal discrepância de soluções jurídicas, atenta a identidade substancial das situações jurídicas a regular.

Por outro lado, sendo certo que — pelo menos à superfície — o regime do mandato sem representação não contém uma norma de natureza geral destinada a regular o poder de disposição do mandatário/fiduciário, a verdade é que o tema não é ignorado noutros quadrantes, onde o regime previsto para situações de interposição gestória de natureza fiduciária contém preceitos expressos sobre as prerrogativas de disposição reconhecidas ao fiduciário. Exemplo paradigmático, mas não único — e demonstração cabal de que afinal o ordenamento não aceita como inevitável a plenitude da posição jurídica do fiduciário —, é o regime da substituição fideicomissária, onde é expressamente limitada a legitimidade do fiduciário para dispor dos bens sujeitos ao fideicomisso (cf. art. 2291.^o). Mesmo não

¹¹⁹¹ Cf. §5.1 e §6.1.

bastando para a partir deles extrair uma regra suscetível de generalização a todas as situações de titularidade fiduciária, estes dados normativos são ainda assim relevantes porquanto reveladores de uma preocupação, que manifestamente transparece da lei, em assegurar a continuidade e consistência entre o regime predisposto para a insolvência do fiduciário e o aplicável em caso de violação do vínculo fiduciário. Também por isso se afigura necessário testar a posição dominante que aponta para a plenitude das prerrogativas de disposição reconhecidas ao fiduciário¹¹⁹².

VII. Daí que sugira aqui um percurso distinto daquele que, não apenas entre nós, vem sendo predominantemente seguido na literatura que se debruça sobre o negócio fiduciário. Antes de avaliar a idoneidade das soluções propostas na doutrina dominante — discutindo, por exemplo, a adequação do recurso à tutela delitual por oposição à aplicação analógica do regime do abuso de representação, ou o padrão de censurabilidade da conduta de terceiro exigível para espoliar a tutela do fiduciante —, impõe-se que nos debrucemos sobre aquele que é o pressuposto essencial destas doutrinas: o postulado de que o fiduciário não encontra limitado o seu poder de disposição sobre o bem fiduciário. Isso mesmo exige que, recorrendo em primeiro plano ao regime paradigmático do mandato sem representação¹¹⁹³, mas convocando também outros elementos relevantes do direito positivo (v.g. o regime da compensação de créditos), se procure testar a seguinte hipótese: saber se e em que medida, não obstante a titularidade tendencialmente plena e exclusiva reconhecida ao mandatário/fiduciário, a existência de um vínculo de destinação dos bens do mandato se projeta também no conteúdo e extensão do poder de disposição que lhe cabe, limitando-o (ainda que de forma parcial). Assim *onerado* o direito de propriedade do fiduciário, integrando uma esfera patrimonial separada, impor-se-ia uma modelação ou adaptação dos poderes de fruição e disposição do bem fiduciário, que ficariam limitados à função

¹¹⁹² Certo que, como atrás se fez aquando da busca de um fundamento normativo para a tutela do fiduciante face aos credores do fiduciário, é necessário prosseguir com cautela, evitando afirmar com segurança soluções que, mesmo assentes em dados normativos sólidos, convivam mal com a dogmática prevalecente, designadamente a respeito do conteúdo típico do direito de propriedade ou da tutela da aparência e da confiança. Em particular, a busca de uma solução consistente com a aceitação para o cenário de insolvência do fiduciário não pode justificar tudo, não servindo uma tal coerência sistemática como fundamento normativo para soluções abrogantes e contraditórias com o *numerus clausus* das situações jurídicas oponíveis a terceiros. Isto dito, também não pode ser aceite a simples desconsideração de elementos inequívocos do direito positivo que frontalmente desmentem ou pelo menos relativizam postulados essenciais da doutrina dominante e que apontam para a limitação intrínseca do poder de disposição do fiduciário, ainda que apenas para certas categorias de negócios dispositivos.

¹¹⁹³ Cf. §6.1.

prosseguida pela relação fiduciária, sendo evitada a frustração irreversível da expectativa jurídica do fiduciante. Donde decorreria, a aceitar-se este entendimento, a falta de legitimidade do fiduciário para alienar a terceiro aqueles bens quando em violação do *pactum fiduciae*.

7.2 A inexistência de fundamento para a limitação genérica do poder de disposição do mandatário; separação patrimonial e a projeção do art. 1184.^o sobre negócios dispositivos com escopo de garantia. A tutela delitual do fiduciante como critério residual

I. Tipicamente, coincidem no mesmo sujeito a titularidade de um direito (*maxime*, o direito de propriedade) e a legitimidade para o alienar ou onerar, entendida, em traços sintéticos, como a relação entre sujeito e objeto necessária para a produção de efeitos do negócio dispositivo¹¹⁹⁴. Não é porém desconhecido na literatura que, por regra associadas, estas categorias podem não coincidir¹¹⁹⁵. Assim será, de um lado, quando, fruto de um fenómeno de *legitimação especial* — que pode nem sequer consistir na atribuição de poderes de representação —, a ausência de titularidade não preclui o reconhecimento de uma faculdade de atuação sobre uma dada situação jurídica, especificamente uma faculdade de disposição que antes se encontrava vedada¹¹⁹⁶. E, de outro, quando mesmo a titularidade de uma situação jurídica não confere por si só o poder de atuar sobre ela, mediante a prática de um negócio dispositivo em nome próprio ou de terceiro¹¹⁹⁷. Esta segunda hipótese,

¹¹⁹⁴ Cf. art. 1305.^o; sobre o conteúdo típico do direito de propriedade, em que, ao lado do gozo da coisa, se insere o poder de dela dispor, cf., por todos, J. ALBERTO VIEIRA, *Direitos Reais*, pp 323 ss.

¹¹⁹⁵ Cf., por todos, MAGALHÃES COLLAÇO, “Da Legitimidade”, pp. 20 ss. (especialmente, pp. 63 ss.), e OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral II)*, p. 110.

¹¹⁹⁶ Cf. MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, p. 99 ss., enuncia como exemplo desta segunda situação o caso do credor pignoratício, que pode alienar o bem onerado com autorização do tribunal (cf. art. 674.^o); OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral II)*, p. 111, oferece como exemplo o caso da gestão de negócios.

¹¹⁹⁷ MAGALHÃES COLLAÇO, “Da Legitimidade”, p. 50, refere-se a estas hipóteses como sendo de *ilegitimidade excecional* — claramente distintas da figura da incapacidade —, em que que “ao titular de um património ou, mais amplamente, de uma massa de bens, é subtraído o poder de disposição em relação a essa massa, com o fim de garantir legítimos interesses alheios sobre tais bens, interesses que corriam o risco de vir a ser frustrados se o titular desses direitos continuasse a sua livre administração”. OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral II)*, p. 111, dá como exemplo deste tipo de desvio à tendencial coincidência entre titularidade e legitimidade o caso do falido.

aquela que interessa agora¹¹⁹⁸, dá-se quando a lei assume uma efetiva limitação do conteúdo de uma situação jurídica de titularidade, justificada em face da conformação de interesses que lhe subjaz — em particular, interesses de terceiros¹¹⁹⁹ —, surgindo a consolidação daquela posição jurídica e o reconhecimento pleno do poder de disposição dependente da verificação de determinadas condições, normalmente a obtenção de uma autorização¹²⁰⁰.

Serve este breve enquadramento para deixar assente a ideia, de resto já enunciada, segundo a qual o regime do mandato sem representação não regula expressamente e de forma genérica o conteúdo e alcance do poder de disposição do mandatário/fiduciário, abstendo-se de o limitar ou condicionar à luz do vínculo de afetação funcional que grava os bens do mandato. Mesmo sendo inequívoca a *peculiaridade normativa* da posição jurídica do mandatário, não vigora, a respeito das atribuições de disposição do mandatário/fiduciário — e no quadro daquela categoria de normas destinadas a regular não a relação interna entre mandante e mandatário, mas a titularidade fiduciária em que este fica investido — qualquer coordenada com a abrangência e o caráter geral semelhante ao art. 1184.º. Neste âmbito, a natureza instrumental e *gravada pela função* da titularidade do mandatário/fiduciário materializa-se apenas na imposição de uma *obrigação de (re)transmissão* (cf. art. 1181.º/1). Uma obrigação consagrada de forma clara, é certo, e objeto de tutela reforçada, não apenas em resultado dos deveres (fiduciários) particularmente intensos a que o mandatário se encontra adstrito¹²⁰¹, mas também dos meios colocados à disposição do mandante para reagir contra um eventual

¹¹⁹⁸ De notar que do regime do mandato sem representação decorre uma situação de dissociação entre titularidade e legitimidade; trata-se do disposto no já citado art. 1181.º/2, que confere ao mandante uma *legitimação excecional* para exercer direitos de crédito que se encontram na esfera de titularidade do mandatário.

¹¹⁹⁹ Cf. MAGALHÃES COLLAÇO, “Da Legitimidade”, p. 51.

¹²⁰⁰ Com efeito, em ambas as situações de desvio à natural coincidência entre titularidade e legitimidade assume por regra relevância a figura da autorização — prestada ou por um sujeito titular de um interesse individual relevante, ou por um órgão judicial —, concebida como um negócio jurídico autónomo, que produz os seus efeitos independentemente do negócio autorizado, ainda que seja deste acessório — cf. WERNER FLUME, *El negocio jurídico*, pp. 1029 ss. Ao contrário do que sucede no direito alemão, em que o tema da autorização ou do consentimento enquanto pressuposto de eficácia de um negócio jurídico, designadamente de um negócio jurídico transmissivo, é objeto de regulação específica no BGB (§§182-85), no direito português inexistem disposições legais aplicáveis a negócios jurídicos cuja celebração está por lei dependente de autorização prévia ou mesmo de ratificação. Sobre a autorização, na doutrina portuguesa, veja-se OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral II)*, pp. 250 ss.; na literatura alemã, sobre aqueles preceitos, vejam-se também LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil*, pp. 930 ss.; R. BORK, *Allgemeiner Teil*, pp. 639 ss.

¹²⁰¹ Na jurisprudência, é por exemplo reconhecido que, tendo o mandante tomado posse do bem do mandato antes da sua transmissão formal, aquela obrigação prevista no art. 1181.º *paralisa*, enquanto exceção obrigacional, o exercício do direito de reivindicação pelo mandatário (não obstante a aquisição da propriedade por este), atuando tal exceção como caso previsto na lei que obsta à reivindicação; assim, veja-se por exemplo o Ac. da RC, de 15/06/2019 (TELES PEREIRA).

incumprimento¹²⁰². Mas é, ainda assim — e a fórmula legal é decisiva —, uma *obrigação*, que não contende *para fora* com o conteúdo da posição jurídica do mandatário/fiduciário e da qual não decorram as externalidades que, noutros campos, são evidentes¹²⁰³.

Independentemente do mérito desta opção de política legislativa — afinal tomada num regime em que é afirmada a oponibilidade externa de uma posição subjetiva obrigacional —, a verdade é que falta o reconhecimento normativo de que a titularidade dos bens do mandato, decorrente da adopção do *mecanismo* da dupla transferência, é afinal acompanhada por uma limitação genérica da legitimidade para dispor livremente daqueles bens, não sendo por isso quebrada ou mitigada a relação plena que o mandatário/fiduciário tem com o objeto da relação fiduciária. É a falta de uma tal limitação intrínseca da posição jurídica do mandatário/fiduciário — e especificamente as prerrogativas de disposição que lhe são inerentes — que impede a qualificação da expectativa de aquisição de que é titular o mandante/fiduciante¹²⁰⁴ como uma efetiva *expectativa real de aquisição* dos bens fiduciários, análoga à do comprador sob reserva¹²⁰⁵; e isto mesmo quando o terceiro adquirente

¹²⁰² Relembre-se o que se disse a respeito do recurso à execução específica como meio de o mandante reagir à recusa do mandatário em cumprir este dever fiduciário fundamental — cf. §7.1.

¹²⁰³ Cf. art. 1181.º/1. Esta obrigação de (re)transmissão dos bens do mandato para o mandante prevista no art. 1181.º é, no fundo, reconduzível ao dever geral previsto no art. 1161.º/e, nos termos do qual *o mandatário é obrigado a entregar ao mandante o que recebeu em execução do mandato ou no exercício deste, se não o dispendeu normalmente no cumprimento do contrato*. É também pacífica na jurisprudência a rejeição de qualquer eficácia *erga omnes* resultante desta obrigação para a posição jurídica do mandante/fiduciante; veja-se, por exemplo, o Ac. do STJ, de 02/03/2011 (LOPES DO REGO). Vale assim, no nosso direito, a máxima proposta por DE WALL/PAISLEY, “Trusts”, p. 836 ss., a respeito dos direitos sul africano e escocês: “*The restriction on the exercise of the powers of the trustees is therefore one of obligation and not capacity*”.

¹²⁰⁴ Não é possível aqui entrar na discussão em torno da natureza e qualificação das expectativas jurídicas; é vasta a literatura que se debruçou sobre o tema, sendo hoje mais mitigada a *imprecisão acentuada* (cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral I)*, p. 347) que tradicionalmente o rodeava. Basta, aqui, que se diga o seguinte: independentemente da qualificação dogmática que se proponha para esta categoria, e designadamente independentemente de uma tomada de posição acerca da autonomização da figura face à categoria do direito subjetivo, seguro é que uma expectativa jurídica surge “quando já se verificaram alguns factos conducentes à aquisição duma situação jurídica” mercedores de tutela pelo direito (cf. OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral III)*, pp. 84-85), ou, invertendo o prisma, “sempre que a liberdade de acção ou o conteúdo possível de um direito seja coarctado em razão da eventualidade do nascimento ou transferência de um direito a favor de outra pessoa” (cf. M. RAQUEL REI, “Da expectativa jurídica”, p. 154). Ora, assim sendo, é inequívoco que o mandante/fiduciário, fruto da típica obrigação de (re)transmissão do bem fiduciário, é efetivamente titular de uma expectativa jurídica, passível de tutela pelo direito, cujo fundamento essencial radica naquele direito de crédito à fruição do bem fiduciário e que limita, num plano jurídico, o conteúdo da posição do fiduciário. O que não significa, como detalhado na nota que se segue, que essa limitação revista natureza real, genericamente oponível a terceiros.

¹²⁰⁵ Isto é, nem a limitação da posição do mandatário/fiduciário, nem o reforço da tutela do mandante/fiduciante permitem identificar na posição deste e por referência aos bens fiduciários “uma situação jurídica patrimonial actual”, que seja oponível a terceiros porque dotada de inerência e sequela (cf. A.M. PERALTA, *A posição jurídica do comprador*, p. 161 e p. 165). Com efeito, a *expectativa de aquisição* reconhecida ao mandante/fiduciante, na ausência destes elementos reais que a exteriorizem, não lhe garante por si só a transmissão do bem fiduciário, que pode ser ainda impedida pelo mandatário/fiduciário — cf. a delimitação

conheça o vínculo fiduciário e saiba que ele é violado com a concretização daquele negócio dispositivo¹²⁰⁶.

Isto que se acaba de concluir sai reforçado quando se constata que, noutros locais, o reconhecimento da natureza fiduciária de certas posições jurídicas subjetivas implicou a consagração, lado a lado com a segregação patrimonial oponível aos credores gerais do fiduciário, de uma efetiva limitação dos poderes de disposição deste, hipóteses em que, portanto, é *quebrada* (ou *condicionada*) a relação de disponibilidade que advém da titularidade da situação jurídica em causa. É assim no caso paradigmático da substituição fideicomissária, cujo regime — de inequívocas tonalidades fiduciárias¹²⁰⁷ —, atribuindo ao fiduciário poderes gerais de administração¹²⁰⁸, expressamente limita a sua legitimidade para dispor dos *bens da substituição*¹²⁰⁹. É evidente, aqui, de forma que não encontra paralelo na posição do mandatário sem representação, o reconhecimento de uma situação de *titularidade sem legitimidade*¹²¹⁰, surgindo a autorização a prestar pelo tribunal como uma *condição de legitimação* indispensável para a consolidação da posição do fiduciário, só aí lhe sendo atribuído um poder pleno de disposição¹²¹¹. Se ainda fosse necessário, o confronto do regime previsto para o mandatário com este dedicado ao fideicomisso — em que é

proposta por OLIVEIRA ASCENSÃO, *Relações Reais*, pp. 246 ss. Aquela situação jurídica ativa em que fica investido o mandante/fiduciante, justamente porque dependente de uma manifestação de vontade do mandatário, deve ser qualificada como uma *expectativa de aquisição obrigacional* — análoga à do promitente-comprador —, passível de tutela, como vimos, com recurso ao mecanismo da execução específica.

¹²⁰⁶ Criticando os autores que, na literatura alemã, pretendem encontrar o fundamento para a tutela do fiduciante no conhecimento, pelo terceiro adquirente, da violação do *pactum fiduciae*, nota HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 67, que seria estranho ao sistema de direito civil o postulado segundo o qual o simples conhecimento do vínculo fiduciário por terceiro tivesse como efeito a sua *conversão* de um vínculo puramente pessoal num vínculo real ou quase-real, e portanto oponível fora da relação jurídica em causa.

¹²⁰⁷ Cf. §5.2; lembre-se que é aí consagrada uma regra de *insensibilidade* dos bens sujeitos ao fideicomisso pelas dívidas gerais do fiduciário (cf. art. 2292.º).

¹²⁰⁸ Cf. art. 2290.º; “um regime decalcado do direito de usufruto” (cf. E. DOS SANTOS, *Direito das Sucessões*, p. 220).

¹²⁰⁹ Cf. arts. 2291.º/1 e 2.

¹²¹⁰ Estes desvio surge como necessário para proteger a *vocação futura* que cabe ao fideicomissário — cf. PAMPLONA CORTE-REAL, *Direito da Família e das Sucessões*, p. 261; nota ainda este autor, bem, que são estas “medidas preliminares de uma vocação futura”, em que se integra esta limitação do poder de disposição, que conduzem ao reconhecimento de uma verdadeira *expectativa jurídica* do fideicomissário, desde o momento da abertura da sucessão. Nos tribunais, já se notou que a violação, pelo fiduciário, desta limitação dispositiva é geradora de ineficácia ou inexistência do negócio de alienação ou oneração dos bens do fideicomisso, podendo em consequência o fideicomissário reclamar o bem de quem quer que seja, sem que o adquirente possa obstar a tal obrigação de reposição — assim, Ac. da RC, de 09/07/2002 (JAIME FERREIRA).

¹²¹¹ Sendo que, mesmo neste caso, a alienação ou oneração dos bens do fideicomisso devem processar-se *com as devidas cautelas* (cf. art. 2291.º/1), o que, de acordo com a melhor doutrina, é entendido como impondo um direito de subrogação real dos bens que ingressem na esfera do fiduciário na sequência do negócio dispositivo autorizado (assim, OLIVEIRA ASCENSÃO, “Observações”, p. 243, e M. RAQUEL REI, “Da expectativa jurídica”, p. 162).

inequívoca a limitação real da posição do fiduciário¹²¹², como inequívoco é o reconhecimento ao fideicomissário de uma expectativa real — torna definitivamente claro que, fruto de preocupações associadas com a segurança do tráfego, o ordenamento rejeita uma limitação genérica do conteúdo da *situação proprietária* do mandatário no que respeita às prerrogativas de alienação ou oneração. Vale, neste âmbito, uma obrigação inequívoca, cuja violação habilita o recurso a meios de tutela enérgicos, mas que por si só não basta para dar origem a uma situação de *titularidade sem legitimidade* para dispor.

Invertendo o prisma, reforça a natureza excecional daquele regime previsto para a substituição fideicomissária a circunstância de os regimes previstos para outros modelos de atuação fiduciária especificamente regulados na lei não reconhecem também uma limitação genérica do poder de disposição do fiduciário, prevendo consequências para o *desvio* dos bens fiduciários que não passam pela *ineficácia* dos atos jurídicos abusivos praticados pelo fiduciário¹²¹³. Assim sucede com o fiduciário no quadro do regime da exoneração do passivo restante previsto no CIRE¹²¹⁴: nos termos do art. 241.º/1 CIRE, o fiduciário está vinculado a afetar à satisfação dos créditos da insolvência os montantes relativos aos rendimentos do devedor (fiduciariamente) cedidos¹²¹⁵. Se não o fizer, violando este dever de segregação e deixando de afetar aqueles montantes às finalidades impostas por lei, a sanção é estabelecida na parte final do mesmo art. 241.º/2 CIRE: passa o fiduciário a responder *com todos os seus haveres pelos fundos que indevidamente deixe de afectar às finalidades indicadas*

¹²¹² Cf. M. RAQUEL REI, “Da expectativa jurídica”, p. 166.

¹²¹³ Veja-se, por exemplo, o que sucede com o fiduciário no quadro do regime da exoneração do passivo restante previsto no CIRE (cf. §5.5): nos termos do art. 241.º/1 CIRE, o fiduciário está vinculado a afetar os montantes recebidos relativos a rendimentos do devedor à satisfação da generalidade dos créditos da insolvência; acresce que, nos termos da primeira parte do n.º 2 do mesmo preceito, o fiduciário deve manter em separado do seu património pessoal todas as quantias provenientes de rendimentos cedidos pelo devedor (cf., por todos, MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, p. 314). Ora, se não o fizer, violando este dever de segregação e deixando de afetar aqueles montantes às finalidades legalmente impostas, a sanção é estabelecida na parte final do mesmo art. 241.º/2 CIRE: passa o fiduciário a responder *com todos os seus haveres pelos fundos que indevidamente deixe de afectar às finalidades indicadas no número anterior, bem como pelos prejuízos provocados por essa falta de distribuição* (a respeito desta responsabilização do fiduciário perante os credores, cf. CARVALHO FERNANDES, “A exoneração do passivo restante”, p. 300). Ou seja, desviado o património fiduciário da sua função, a lei não comina a invalidade dos negócios jurídicos praticados pelo fiduciário, nem mesmo se o terceiro destinatário dos bens em questão conhecesse a ilicitude da conduta do fiduciário. É, ao invés, salvaguardada a licitude de tais negócios — salvo se estes possam ser atacados com recurso aos institutos gerais —, sendo cominada uma outra sanção patrimonial para aquela violação dos deveres do fiduciário.

¹²¹⁴ Cf. §5.5

¹²¹⁵ Acresce que, nos termos da primeira parte do n.º 2 do mesmo preceito, o fiduciário deve manter em separado do seu património pessoal todas as quantias provenientes de rendimentos cedidos pelo devedor (cf., por todos, MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, p. 314)

no número anterior, bem como pelos prejuízos provocados por essa falta de distribuição¹²¹⁶. Desviado o património fiduciário da sua função, a lei não comina a invalidade dos negócios jurídicos praticados pelo fiduciário, nem mesmo se o terceiro destinatário dos bens em questão conhecesse a ilicitude da conduta do fiduciário. É, ao invés, salvaguardada a licitude de tais negócios — salvo se estes possam ser atacados com recurso aos institutos gerais —, sendo cominada uma outra sanção patrimonial para aquela violação dos deveres do fiduciário. Noutro quadrante, acresce, por fim, que também nos casos de segregação patrimonial que não implicam situações de interposição gestória de natureza fiduciária tão pouco é aceite a limitação ou o condicionamento do poder de disposição do titular do património separado¹²¹⁷.

Em suma, os dados recolhidos permitem com segurança concluir — e não assumir — que o ordenamento não consagra para o problema dos negócios dispositivos do bem fiduciário em violação do *pactum fiduciae* uma solução com um alcance análogo ao que é previsto para o problema do acesso dos credores gerais do fiduciário aos bens que são objeto da relação fiduciária. Não é consagrada uma limitação genérica do poder de disposição do fiduciário apta a adequar, perante terceiros e em desvio à plenitude típica decorrente do art. 1305.º, o âmbito e extensão da sua posição jurídica tal como ela é moldada pela dimensão interna da relação fiduciária¹²¹⁸. Quando confrontada com a

¹²¹⁶ A respeito desta responsabilização do fiduciário perante os credores, cf. CARVALHO FERNANDES, “A exoneração do passivo restante”, p. 300.

¹²¹⁷ Merece breve referência o regime do e.i.r.l., que evidencia bem que o reconhecimento de um efeito de separação patrimonial não surge associado a uma limitação intrínseca e genérica do poder de disposição do respetivo titular. Interessam as normas previstas para os casos em que o comerciante viole o dever de segregação patrimonial que lhe é imposto, em particular o disposto no art. 11.º/2, que em desvio à regra (de si, já mitigada) da separação de patrimónios determinada no n.º 1 do mesmo art., vem dispor que *em caso de falência do titular por causa relacionada com a atividade exercida naquele estabelecimento, o falido responde com todo o seu património pelas dívidas contraídas nesse exercício, contanto que se prove que o princípio da separação patrimonial não foi devidamente observado na gestão do estabelecimento*. Resulta deste preceito que do efeito de separação patrimonial reconhecido pela lei a respeito do acervo de bens funcionalmente afetos à atividade empresarial não decorre a *ilegitimidade* do comerciante para dispor daqueles bens para fins diversos e na prossecução dos seus interesses idiossincráticos. Designadamente, não é cominada a invalidade, por falta de legitimidade do comerciante, de uma alienação ou oneração de um bem afeto ao e.i.r.l. para um fim não identificado com o desenvolvimento da atividade comercial em causa (por exemplo, aquisição de bens pessoais ou familiares, pagamento de dívidas particulares — cf. ENGRÁCIA ANTUNES, “Estabelecimento comercial”, p. 420, n. 32), mesmo se e quando o terceiro destinatário desse negócio conhecesse o vínculo de afetação funcional. A sanção para atos de confusão patrimonial permanece no quadro da responsabilidade patrimonial do comerciante, sendo eliminado o efeito de separação patrimonial originalmente consagrado e passando o comerciante a responder com todo o seu património pelas dívidas incorridas no âmbito da sua atividade comercial.

¹²¹⁸ Invertendo o sentido das palavras de uma autora, escritas a respeito justamente da expectativa jurídica do fideicomissário, o *Direito entendeu permitir que o mandatário assistisse manietado* — exceção feita, naturalmente, ao recurso aos meios de tutela contratual — *à eventual inutilização do seu direito a haver* (cf. M. RAQUEL REI, “Da expectativa jurídica”, p. 167), que conclui — bem — precisamente o oposto a respeito da

projeção externa da relação fiduciária que resulta do art. 1184.^o, esta *manutenção* do poder de disposição do mandatário/fiduciário, apenas limitado internamente pela obrigação de (re)transmissão, é reveladora de uma ponderação que distingue, para efeitos normativos, entre os terceiros em geral — incluindo os adquirentes de direitos incompatíveis com os do mandante/fiduciante — e, de entre destes terceiros, os credores do mandatário/fiduciário cujas pretensões não emergem do (ou se relacionam com o) vínculo fiduciário, a quem é já inquestionável a oponibilidade da posição do fiduciante.

II. Ora, como vem sendo dito, é justamente por causa desta constatação de que o ordenamento parece distinguir entre diferentes categorias de terceiros que entram em contacto com a esfera fiduciária que se justifica procurar no art. 1184.^o uma ponderação normativa que idónea para *afetar* a eficácia de (pelo menos, alguns) negócios dispositivos sobre o bem fiduciário em violação do *pactum fiduciae*. A questão enunciada foi já abordada na nossa doutrina — ainda que para a cessão de créditos em garantia e em moldes parcialmente distintos —, tendo sido rejeitada uma tal vocação expansiva daquele preceito, que seria assim insuficiente para promover a *exteriorização* da limitação convencional da disponibilidade sobre os créditos cedidos (também) num cenário de conflito entre fiduciante e terceiros adquirentes¹²¹⁹. A argumentação aduzida pode ser sintetizada da seguinte forma: em primeiro lugar, o art. 1184.^o teria como âmbito de aplicação exclusivo um cenário de concurso de credores do mandatário/fiduciário, regulando aí a posição daqueles por referência ao património a executar, pertencente ao devedor comum. Ora, não sendo de concurso de credores que se trata no conflito entre fiduciante e terceiro adquirente, inexistiria fundamento para promover a extensão a estes casos daquela disciplina¹²²⁰. Em segundo lugar, é também alegado que a aludida norma pressuporia a existência de um conflito entre direitos de natureza equivalente — no caso, direitos de crédito: o do mandante/fiduciante e os de credores do mandatário/fiduciário —, pelo que

posição do fideicomissário, cuja posição “o Direito entendeu não dever permitir que assistisse manietado à eventual inutilização do seu direito a haver”).

¹²¹⁹ Assim, PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, p. 531 ss., e, anteriormente, “A Afectação de receitas futuras em garantia”, pp. 153 ss. Deve notar-se que, ao longo do percurso encetado para chegar a esta conclusão, não é suscitada a hipótese de restringir a aplicação do art. 1184.^o exclusivamente a atos de disposição feitos em benefício de credores do mandatário, afinal a categoria de terceiros que caem no âmbito da ponderação normativa vertida naquela norma. Ao invés, a eventual extensão do âmbito daquele disposição é suscitada, e finalmente rejeitada, como critério aplicável em geral a atos de disposição ilícitos praticados pelo mandatário.

¹²²⁰ Cf. PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 531-532

não seria admissível a extensão do critério de solução por si promovido para a solução de um conflito entre dois direitos de natureza diferente — no caso, o direito de crédito do mandante/fiduciante à transmissão do bem fiduciário e a titularidade reconhecida ao terceiro adquirente¹²²¹.

Pelas razões de seguida expostas, não acompanho este entendimento. Na verdade, quando ponderados dois vetores essenciais por que se exprime a solução imposta pelo art. 1184.º — o objetivo que lhe subjaz de impedir que os credores gerais do mandatário obtenham a satisfação dos seus créditos a partir dos bens do mandato, que por sua vez está na génese da autonomia patrimonial daquele acervo fiduciário —, tal critério normativo surge também adequado para resolver o conflito entre a posição jurídica do fiduciante e a de um terceiro adquirente de uma pretensão incompatível sobre o bem fiduciário, que seja credor do fiduciário e que haja adquirido uma tal pretensão atendendo a essa condição.

III. Não interessa repetir aqui tudo o que atrás se disse a respeito do art. 1184.º, da sua teleologia, do seu campo de aplicação e da sua função normativa. Essa tarefa ficou já cumprida, quando se buscava um fundamento para reconhecer certas externalidades à posição do fiduciante na insolvência do fiduciário; interessam agora apenas os resultados a que então se chegou. Vimos aí que a *razão de ser* da disciplina que resulta daquele preceito legal é inequívoca: impedir que os bens do mandato constituam um objeto apto a assegurar a satisfação das dívidas pessoais do mandatário, não integrando, em consequência, a respetiva garantia geral. Isto porque, e sinteticamente, fruto da particular dissociação entre *titularidade* e *interesse* a que dá origem o vínculo (obrigacional) que une mandatário/fiduciário e mandante/fiduciante, o conteúdo económico dos direitos de que o mandatário é titular por conta do mandante se repercute integralmente na esfera patrimonial daquele. Permitir que os credores do mandatário/fiduciário agredissem estes bens, que não constituem para o seu *proprietário* um efetivo acréscimo patrimonial, seria no fundo reconhecer-lhes uma posição patrimonial mais favorável do que a que cabe ao

¹²²¹ Cf. PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 531-532, acrescentando que muito menos poderia o art. 1184.º, em face de um conflito entre pretensões de natureza diferente, fazer prevalecer a situação jurídica mais débil em detrimento da mais forte (*id.*, p. 532), o que contrariaria o critério de decisão para que aponta o disposto no art. 335.º (*id.*, p. 532, nota 1473). Não deixa de ser interessante notar que o mesmo autor conclui ainda não bastar a aplicação (no caso, analógica, por se tratar aí de relações fiduciárias com fim de garantia) do art. 1184.º para garantir aos créditos cedidos em garantia um tratamento similar, para todos os efeitos, ao que seria normalmente reservado a um património plenamente autónomo (*id.*, p. 532, nota 1474).

próprio mandatário/fiduciário, o que excederia os limites do princípio da responsabilidade patrimonial do devedor. Assim sendo, os credores do mandatário/fiduciário não são, por referência aos bens do mandato, tratados como verdadeiros terceiros, antes sendo a sua posição equiparada à do mandatário/fiduciário. Isto mesmo é conseguido mediante a segregação formal dos bens do mandato — efeito que é sujeito a condições precisas —, que assim constituem um verdadeiro património separado. Por esta via, é confirmada uma tendência de *especialização funcional* da esfera de garantia que subjaz ao mandato sem representação, generalizável à titularidade de direitos em nome próprio mas num interesse alheio¹²²².

Nestes termos destilada a *função normativa* do art. 1184.º, é evidente que, para ser plenamente cumprida e respeitada, ela não pode cingir-se ao cenário de execução singular ou de insolvência do mandatário/fiduciário. Na verdade, a suscetibilidade de os bens do mandato serem *desviados* da sua função típica e, em consequência, usados pelo fiduciário para garantir ou cumprir uma sua obrigação pessoal assumida perante terceiro(s) pode colocar-se mesmo sem que o mandatário/fiduciário seja objeto de um processo de execução forçada. Pode ele, sem estar numa situação de incumprimento ou de iminente insolvência, por negócio jurídico, onerar os bens do mandato, oferecendo-os em garantia de uma sua obrigação, constituída previamente ou em simultâneo com tal oneração¹²²³. Pode ainda, também com escopo de garantia, alienar esses mesmos bens do mandato, *perdendo* a titularidade dos mesmos até ao cumprimento cabal da obrigação garantida¹²²⁴. Pode também dar em cumprimento os bens do mandato, fazendo extinguir uma sua obrigação prévia à custa daqueles bens (e, reflexamente, à custa do *património* do mandante) ¹²²⁵. Como pode o fiduciário pretender fazer extinguir por compensação uma dívida sua usando para o efeito um crédito de que é apenas fiduciariamente titular e de que é devedor aquele seu credor pessoal. Com efeito, a titularidade reconhecida ao fiduciário abre a porta a

¹²²² Cf. §5.1 e §6.1.

¹²²³ Por exemplo constituindo uma hipoteca ou um penhor sobre bens de que seja fiduciariamente titular como garantia de uma obrigação não emergente da relação fiduciária.

¹²²⁴ Neste caso, alienando os bens fiduciários em garantia no quadro do Decreto-Lei n.º 105/2004, ou cedendo créditos de que seja titular por conta do fiduciante também para *cobrir* uma sua dívida pessoal.

¹²²⁵ Designadamente, recorrendo ao mecanismo da dação em cumprimento (cf. art. 837.º).

qualquer uma destas hipóteses, cuja relevância prática é inequívoca — por exemplo, no quadro da intermediação financeira¹²²⁶ —, não podendo deixar de obter uma resposta clara.

Ora, se fosse rejeitada nestas hipóteses a tutela da posição do fiduciante — ou pelo menos limitada essa tutela à possibilidade de emitir um juízo sério de censurabilidade sobre a conduta do terceiro adquirente, recorrendo apenas a meios de tutela indiretos —, saíria irremediavelmente frustrada a intenção normativa do art. 1184.^o, emergindo uma contradição intolerável no quadro que regula a posição do fiduciário¹²²⁷. Isto porquanto os bens fiduciários permaneceriam salvaguardados de agressão pelos credores gerais na insolvência do mandatário/fiduciário ou na execução singular movida contra ele, mas já não se o mandatário/fiduciário decidisse voluntariamente usá-lo para garantir ou cumprir uma obrigação sua, hipótese em que seria já possível aos credores do fiduciário satisfizerem as suas pretensões creditícias à custa do bem fiduciário, apoderando-se, dessa forma, de um *resultado económico* que a lei pretende, de forma inequívoca, manter repercutido na esfera do fiduciante¹²²⁸.

É esta preocupação de congruência teleológica entre a solução oferecida para situações análogas de um prisma funcional que permite identificar uma verdadeira lacuna na regulação desta categoria particular de negócios dispositivos com escopo de garantia praticados pelo fiduciário em benefício de credores seus¹²²⁹. E, identificada essa lacuna, a

¹²²⁶ A título ilustrativo da primeira hipótese, pense-se na possibilidade, de resto bem real, de um banco, titular fiduciário de valores mobiliários por conta de cliente(s) seu(s), empenhar esses ativos como garantia de um financiamento. Em caso de incumprimento pelo banco da obrigação garantida, e assumindo a legitimidade do banco para onerar aqueles valores mobiliários — o que corresponderia ao entendimento dominante — aquele credor veria a sua pretensão satisfeita à custa dos valores mobiliários de que o devedor era apenas titular fiduciário e, reflexamente, à custa do património do(s) cliente(s) do banco. Mais grave se tornaria a posição dos clientes/fiduciantes do banco devedor se o penhor constituído seguisse o regime do Decreto-Lei n.º 105/2004 e o credor pudesse beneficiar não apenas da proibição do pacto comissório (cf. art. 11.º), fazendo seus aqueles ativos, como do poder de disposição que lhe pode ser conferido (cf. arts. 9.º e 10.º). Desenvolvendo o exemplo, o mesmo sucederia, pensando agora na segunda hipótese suscitada no texto, se em vez de um penhor financeiro, o banco alienasse os valores mobiliários ao abrigo do regime da alienação fiduciária em garantia previsto no Decreto-Lei n.º 105/2004, celebrando designadamente um contrato de reporte sujeito aos arts. 14.º ss. daquele diploma legal.

¹²²⁷ Dá-se aqui por inteiramente reproduzida a argumentação aduzida para demonstrar a valência sistemática do geral do art. 1184.^o — cf. §§6.1 e 6.2.

¹²²⁸ Na literatura alemã, CANARIS, *Handelsrecht*, p. 474, assinala justamente que a alienação (ou oneração) do bem fiduciário a credores para satisfação de dívidas pessoais do fiduciário tem um efeito análogo ao da execução do acervo fiduciário por aqueles credores gerais; assinalando também esta analogia, e a necessidade de solução normativa congruente, STAUB/KOLLER, *Handelsgesetzbuch* §§383-424, p. 159.

¹²²⁹ Esta conclusão que se afirma no texto sai reforçada através de um esforço analítico adicional de clarificação dos respetivos pressupostos metodológicos. É na verdade inequívoca a *constatação* de uma verdadeira *lacuna*, ao não ser predisposta, ao lado do art. 1184.^o, uma regra destinada a regular os casos em que o acesso ao bem fiduciário pelos credores gerais do fiduciário para satisfação de pretensões creditícias suas se dá não num cenário de concurso de credores, mas por negócio jurídico em que intervém o próprio fiduciário.

plena identidade funcional com a situação típica que integra a previsão do art. 1184.^o impõe a extensão analógica deste preceito aos negócios de oneração ou alienação em garantia dos bens do mandato destinados a salvaguardar os interesses patrimoniais dos credores do mandatário. É idêntico, numa e noutra, o conflito de interesses em questão, devendo por isso ser idêntico o critério de resolução¹²³⁰. Por outras palavras, deve entender-se a partir do 1184.^o que o fiduciário carece de legitimidade quando se trate de disposições do bem fiduciário *a favor* de credores e essa disposição seja levada a cabo precisamente *por causa* de serem credores¹²³¹. Se assim não for, estar-se-ia a permitir que, contrariando a razão de ser daquela norma, o mandatário/fiduciário) usasse os bens fiduciários para a prossecução de um interesse (mediatamente), frustrando o critério prescrito para a resolução do conflito entre o interesse patrimonial do fiduciante e o interesse patrimonial dos credores gerais do fiduciário. A aplicação nos termos descritos do art. 1184.^o cominará por regra a nulidade destes negócios de disposição a favor de credores do fiduciário e realizados atendendo a essa qualidade, decorrente de violação de norma legal imperativa¹²³², consequência que estará sempre dependente dos demais requisitos de que depende a tutela do fiduciante¹²³³.

A devida valorização dos objetivos normativos que subjazem ao art. 1184.^o, em detrimento da consideração (formal) da identidade da natureza das pretensões conflituantes do mandante/fiduciante e dos demais credores do mandatário permite, além disso, afastar com segurança as objeções suscitadas à extensão do âmbito de aplicação

Sendo clara a *ratio legis* do art. 1184.^o, dela decorrendo uma inequívoca intenção de regular de forma particular as relações entre fiduciante e credores gerais do fiduciário — mesmo *com sacrifício de alguns princípios* (cf. PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, I, p. 754) —, inexistente qualquer fundamento racional para considerar propositada e definitiva a *sub-inclusividade* (cf. CHIASSONI, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, p. 200) daquela disposição e, em consequência, para sustentar uma dualidade de regimes, tutelando o fiduciante na execução mas já não num momento prévio.

¹²³⁰ Cf. BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao direito*, p. 331. Navegamos por isso dentro da categoria, proposta por CANARIS, “De la manière de constater et de combler les lacunes de la loi en droit allemand”, pp. 161 ss., das chamadas *lacunas teleológicas*, em que se manifesta uma discrepância entre o elemento literal de um determinado preceito e a correspondente *ratio legis*.

¹²³¹ Se assim não for, e o negócio dispositivo sobre o bem fiduciário a favor de um credor do fiduciário não tiver como propósito a satisfação ou garantia da pretensão creditícia deste sobre o fiduciário, não se aplicará já esta limitação — é essa a posição dominante também na literatura alemã: cf., por exemplo, EBENROTH/BOUJONG/JOOST (KRÜGER), *Handelsgesetzbuch*, 2, pp. 594-595, que nota ser essencial que o negócio seja em atenção à qualidade de credor, e não isolado dessa qualidade; *Münchener Kommentar HGB §392 (HÄUSER)*, 5, p. 204, segundo quem a limitação do poder de disposição do fiduciário à luz do §393HGB não tem aplicação quando o negócio dispositivo não se destina à satisfação ou garantia das pretensões de credores do fiduciário.

¹²³² Cf. art. 294.^o.

¹²³³ Ou seja, seria apenas inválida a oneração ou alienação em garantia a favor de um credor do fiduciário desde que o contrato de mandato fosse anterior à constituição da obrigação garantida e os bens dados em garantia, se sujeitos a registo, não tivessem já sido inscritos em nome do mandatário.

daquela norma a (certo tipo de) atos dispositivos realizados pelo mandatário/fiduciário¹²³⁴. Reitere-se, uma vez mais, que não se está a fundar a invalidade de todos os atos de disposição contrários ao programa contratual, mas apenas aqueles que tenham como propósito satisfazer o interesses patrimonial dos credores do mandatário/fiduciário à custa dos bens que constituem o objeto da relação fiduciária. Ora, é isso que a lei visa vedar, independentemente da natureza jurídica das pretensões em conflito. O que releva não é se o desvio dos bens fiduciários em benefício dos credores do mandatário/fiduciário sucede num contexto de concurso de credores; como não releva se a natureza da posição jurídica dos terceiros titulares de uma pretensão incompatível com a do mandante tem natureza real ou obrigacional. O que interessa, à luz da ponderação normativa que o art. 1184.º materializa, é que os credores do mandatário/fiduciário não sejam ressarcidos (ou mesmo garantidos) à custa de um acervo patrimonial que, apesar de formalmente na esfera do mandatário, se encontra afeto funcionalmente à prossecução de um terceiro — o mandante/fiduciante.

Refira-se, ainda, que tal como a aplicação do art. 1184.º num cenário de insolvência do mandatário/fiduciário é independente do conhecimento ou desconhecimento pelos seus credores gerais da natureza fiduciária da titularidade dos bens em questão, produzindo-se o efeito de separação patrimonial em qualquer dos casos, também a invalidade aqui sustentada do negócio de disposição ou oneração dos bens do mandato em favor de credores do mandatário/fiduciário será independente da boa ou má fé destes¹²³⁵. Correndo risco de repetição, repisa-se o que já foi dito a propósito desta disposição legal: o art. 1184.º encerra uma ponderação *ex ante*, operada pela lei, relacionada com a tensão (potencial) entre a posição do mandante e a dos credores do mandatário, dando prevalência à primeira — com certos condicionalismos — em resultado do reconhecimento de relevância jurídica ao vínculo de afetação funcional que grava os bens fiduciários. Isto independentemente de, em sede de execução singular ou coletiva do mandatário/fiduciário, os credores gerais deste saberem ou desconhecerem a circunstância de aquele acervo patrimonial ser apenas fiduciariamente detido pelo mandatário. A prevalência da posição jurídica do mandante/fiduciante, materializada na produção de um efeito de segregação patrimonial, dá-se portanto num e noutro caso. Da mesma forma, a ilegitimidade do fiduciário para alienar ou onerar os bens fiduciários em benefício dos seus credores é também

¹²³⁴ Em particular, PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 531 ss.

¹²³⁵ Na literatura alemã, neste sentido, cf. *Münchener Kommentar HGB §392 (HÄUSER)*, 5, p. 205.

independente de conhecimento ou desconhecimento destes da violação do *pactum fiduciae* que aquele negócio encerra¹²³⁶.

IV. A limitação do poder de disposição do fiduciário que acabou de se descrever abrange os negócios sobre direitos de crédito objeto da gestão fiduciária e de que o fiduciário seja titular por conta e no interesse do fiduciante. Também para estes vale o critério atrás enunciado: se realizados com escopo de garantia em favor de um credor do fiduciário, e atendendo a esta sua qualidade de credor, tais negócios serão inválidos por violação do critério normativo extraído do art. 1184.º, independentemente da boa ou má fé do credor adquirente¹²³⁷. Transpondo para a hipótese vertente o percurso argumentativo que atrás ficou exposto — e que aqui prescindo de repetir —, o recurso ao art. 1184.º permite sustentar a invalidade, por falta de legitimidade, de negócios de disposição (v.g. cessão de créditos, cessão de créditos em garantia, dação em cumprimento, *datio pro solvendo*) ou oneração (v.g. penhor) sobre direitos de crédito que constituem o objeto de uma relação fiduciária de gestão¹²³⁸. Vedado será também, justamente pelas mesmas razões,

¹²³⁶ E não se diga, para objetar à aqui defendida extensão do âmbito normativo do art. 1184.º aos atos de disposição a favor de credores do fiduciário em violação do programa fiduciário, que o fiduciante estaria sempre tutelado nos termos gerais da impugnação pauliana, mantendo-se reservado o art. 1184.º para o cenário de execução singular ou coletiva movida contra o fiduciário. Os dados reunidos até aqui permitem com segurança afastar esta objeção. É que, na verdade, se o que decisivamente justifica a extensão do art. 1184.º a esta categoria de atos de disposição é a necessidade de impedir que os credores gerais do fiduciário obtenham a satisfação de créditos seus a partir do património fiduciário, esse objetivo não sairia salvaguardado (apenas) com recurso ao regime daquele meio de conservação patrimonial. Isto porquanto, para negócios onerosos — aqueles que aqui nos interessam —, a operatividade daquele meio de tutela dos credores depende da má fé da parte do devedor e do terceiro (cf. art. 612.º/1, acrescentando o n.º 2 que para o efeito se entende por má fé a consciência do prejuízo que o ato causa ao credor). Sucede que, como demonstrado, a ponderação do art. 1184.º é indiferente a *estados de espírito*, para além de não fazer depender a prevalência do interesse do mandante/fiduciante do conhecimento, pelos credores gerais do mandatário/fiduciário da natureza fiduciária de determinada posição jurídica do seu devedor. O que significa que, estando dependente da verificação deste requisito de índole subjetiva, o recurso à impugnação pauliana como meio de tutela do fiduciante não garante sempre que — como impõe o art. 1184.º — os bens da fidúcia não sirvam para satisfazer as dívidas gerais do fiduciário. Tal só aconteceria quando fosse demonstrada a má fé do terceiro-credor adquirente de uma pretensão incompatível com a do fiduciante, demonstração que implica um juízo de intensa censurabilidade (cf., por todos, ANTUNES VARELA, *Direito das Obrigações*, II, p. 452). Fora desses casos, todavia, sucumbiria o apelo à pauliana para assegurar a tutela do fiduciante.

¹²³⁷ Afinal, também se fosse válido um contrato de cessão de créditos de que o fiduciário é (fiduciariamente) titular, com escopo de garantia ou para assegurar o cumprimento de uma sua obrigação, ou válido um contrato de constituição de penhor sobre esses mesmos créditos, celebrado em benefício de um ou mais credores do fiduciário, se estaria a permitir que o património fiduciário respondesse pelas dívidas pessoais do fiduciário, frustrando de modo intolerável a ponderação normativa que subjaz ao art. 1184.º.

¹²³⁸ É significativo o alcance desta limitação da legitimidade dispositiva reconhecida ao fiduciário, tanto para as situações de *fiducia cum amicum* como para as de *fiducia cum creditore*. Relativamente às primeiras, a titularidade fiduciária de direitos de crédito pode constituir o objeto essencial da relação fiduciária — o que sucederá, por exemplo, quando o fiduciário for investido na titularidade de direitos de crédito por conta e no

o exercício da compensação de créditos pelo fiduciário usando para o efeito um crédito detido no interesse do fiduciante a fim de fazer extinguir uma dívida sua; de um prisma funcional, um tal recurso ao instituto da compensação pelo fiduciário equivaleria a um negócio dispositivo sobre o bem fiduciário, que assim seria desviado da função que lhe é destinada no quadro do *pactum fiduciae*¹²³⁹.

V. Em suma, a valorização devida do elemento teleológico e uma preocupação com a harmonia sistemática das soluções oferecidas para situações jurídicas funcionalmente análogas impõe a conclusão de que vale para o art. 1184.^o uma ponderação semelhante àquela que, no espaço jurídico alemão, permite a aplicação do §392.2 HGB¹²⁴⁰ para assegurar a tutela do comitente não apenas na insolvência do comissário, mas também face a atos de disposição ilícitos em benefício de credores seus. No fundo, os bens fiduciariamente detidos valem nas relações entre o mandante/fiduciante e o mandatário/fiduciário, e nas que se estabeleçam entre mandante/fiduciante e os credores do mandatário/fiduciário, como sendo bens *pertinentes* ao primeiro¹²⁴¹. Daí a necessidade de estender por analogia a ponderação normativa ínsita ao art. 1184.^o, *mutatis mutandis*, também para os atos de disposição com escopo de garantia em benefício dos credores gerais do mandatário/fiduciário.

interesse do fiduciante, com a finalidade de assegurar a respetiva cobrança —, como representar uma consequência mediata da titularidade fiduciária de outros bens, como sucederá com o recebimento de frutos. Releva, como exemplo ilustrativo, o surgimento de direitos de crédito em resultado da titularidade fiduciária de valores mobiliários, designadamente rendimentos periódicos deles decorrentes, como dividendos, juros, etc. Do critério geral que ficou exposto no texto resulta a possibilidade de invalidar o negócio através do qual um intermediário financeiro, que seja titular fiduciário de valores mobiliários por conta de um ou mais cliente, aliene ou constitua um penhor sobre os respetivos direitos a dividendos ou a juros em benefício de um seu outro credor. Para além destes casos, interessa notar também a relevância da solução proposta — *i.e.* a extensão ao art. 1184.^o aos negócios de disposição em benefício de credores do fiduciário — para enquadrar dogmaticamente a tutela da posição em que se encontra investido o fiduciante-cedente nas situações de cessão de créditos em garantia. Aí, e ao contrário do que vem sendo defendido na doutrina mais recente, parece existir afinal fundamento de direito positivo para configurar uma restrição intrínseca do poder de disposição do fiduciário-cessionário, ainda que limitado aos negócios translativos com escopo de garantia em benefício de credores seus.

¹²³⁹ Sendo que esta limitação do exercício da compensação de créditos pelo fiduciário encontra um fundamento adicional na disciplina específica deste instituto, em particular no já citado art. 853.^o/1-b), que veda a extinção por compensação de direitos de crédito impenhoráveis, justamente o caso dos direitos de crédito objeto de uma relação fiduciária. Sobre a limitação da compensação de créditos objeto de relações fiduciárias, cf. §6.2.

¹²⁴⁰ E de resto reconhecida amplamente na jurisprudência — cf. BITTER, *Rechtsträgerschaft*, pp. 474 ss.

¹²⁴¹ Ideia reforçada, no que a créditos diz respeito, pelo regime especial previsto no art. 1181.^o/2, que permite ao mandante/fiduciante exercer diretamente os direitos de crédito detidos fiduciariamente pelo mandatário/fiduciante.

Fica nestes termos traçado o critério de solução para um primeiro grupo de situações de conflito entre a posição do fiduciante e a de terceiros adquirentes de uma pretensão incompatível sobre o bem fiduciário. Não serve para salvaguardar todas as hipóteses de violação do *pactum fiduciae* pelo fiduciário, mas constitui já a chave para a resolução de uma situação-tipo bem relevante, por envolver uma classe de terceiros — os credores do fiduciário — em que é mais intensa a potencialidade de conflito com o fiduciante. Ao mesmo tempo, fica também demonstrado que as consequências do efeito de segregação patrimonial imposto pelo art. 1184.^o não se esgotam na insolvência do mandatário(fiduciário), projetando-se na validade de pelo menos uma categoria de atos de disposição realizados pelo fiduciário. Afinal, a relevância da dissociação entre *titularidade* e *interesse* faz-se sentir, também, na aferição da validade de certos negócios jurídicos celebrados pelo fiduciário. Com isso, fica exposta a relativa *precipitação* com que a doutrina dominante aceita por princípio a legitimidade plena do fiduciário e, em consequência, a validade dos atos dispositivos mesmo em violação do vínculo de afetação funcional, sentindo depois a necessidade de recorrer a meios de tutela indiretos e, pelo menos nestes casos, claramente menos eficazes.

VI. Antes mesmo de avançar para a identificação do *instrumento residual* que, no quadro dos seus pressupostos, promova a tutela do fiduciante no confronto com terceiros adquirentes de pretensões incompatíveis sobre o bem da fidúcia, interessa fazer um *parêntesis* na exposição destinado a deixar clara a compatibilidade das conclusões que vêm sendo defendidas — também para o problema da oponibilidade da *pactum fiduciae* aos credores gerais do fiduciário — com alguns cânones centrais em que assenta o sistema dos direitos reais. Desde logo para assinalar que, ao que vem sendo dito, não pode ser contraposto que uma tal *intensidade* da proteção do fiduciante implicaria, olhando de um prisma inverso, uma restrição intolerável do conteúdo da posição jurídica do fiduciário, incompatível com a natureza tendencialmente plena, absoluta e indivisível do direito de propriedade¹²⁴². Releva, num primeiro plano, a *elasticidade* normativamente reconhecida àquele *terrível direito*, que habilita a *variabilidade* do conteúdo da posição de

¹²⁴² Como pano de fundo para o que se diz no texto, interessa remeter para o que ficou escrito na síntese comparativa (cf. §3.4) a respeito do progressivo esbatimento, nos direitos estrangeiros estudados, das concepções rigidamente unitárias e absolutas do direito de propriedade, num processo de evolução da ciência jurídica influenciado (também) pelo estudo do negócio fiduciário.

proprietário¹²⁴³. O direito de propriedade pode ser pleno, conferindo a universalidade dos poderes que a um bem se podem referir; mas pode também, em graus e em moldes muito diversos, encontrar-se *onerado* ou *comprimido* em resultado do reconhecimento a outros sujeito de prerrogativas sobrepostas relativamente a um mesmo bem¹²⁴⁴. Reconhecida esta elasticidade, não é seguramente incompatível com o conteúdo da propriedade a sua compressão — habilitada por lei — em resultado da especial função a que está destinado o bem que dele é objeto, ou da estrutura peculiar da relação jurídica que sobre ele se projeta. Ainda para mais quando essa compressão se funda em prerrogativas de natureza puramente *exclusionista* — como aquelas que resultam do art. 1184.^o —, que se limitam a conferir a um sujeito que não é o proprietário o poder de excluir terceiros de um aproveitamento (ilícito) do bem¹²⁴⁵, não se projetando de forma direta sobre o conteúdo da situação proprietária¹²⁴⁶. Por outro lado, releva a consideração da própria noção de direito de propriedade. Mesmo deixando de lado as discussões, aliás pertinentes, em torno da suficiência e adequação do conceito de direito real, em particular quando contraposto à categoria dos direitos de crédito¹²⁴⁷, bem como dispensando um percurso pelas intermináveis construções em torno da noção de direito real, é com segurança que pode hoje ser rejeitada uma conceção puramente formal de direito de propriedade. Com isto se quer dizer que a categoria dos direitos reais não é exclusivamente demarcada pelo seu carácter absoluto, ou pela característica da inerência a uma coisa; além disso, o direito real (e, acima de todos, a

¹²⁴³ Cf. Cf. OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil — Reais*, pp. 448-449; ORLANDO DE CARVALHO, *Direito das Coisas*, pp. 7 ss. e pp. 240 ss.; PINTO DUARTE, *Curso de Direitos Reais*, p. 39; SANTOS JUSTO, *Direitos Reais*, pp. 30 ss. e p. 220; J. ALBERTO VIEIRA, *Direitos Reais*, pp. 101 ss.; PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, III, p. 94 (“há muitos casos em que o proprietário carece de uma ou outra das faculdades [previstas no art. 1305.^o] e, todavia, não pode contestar-se a natureza do seu direito”).

¹²⁴⁴ Essa *oneração* pode resultar da atribuição de um direito real menor sobre a mesma coisa, mas pode também resultar da integração daquele bem num património autónomo reconhecido pela lei, caso em que a esfera de influência do *proprietário* é reduzida (cf., por todos, PINTO DUARTE, *Curso de Direitos Reais*, p. 39).

¹²⁴⁵ No direito inglês, é significativa a doutrina que rejeita que as externalidades reconhecidas à posição do *beneficial owner* conduzam a uma verdadeira divisão da propriedade, justamente porquanto aquela tutela perante terceiros se manifesta predominantemente numa pura perspetiva de *remedy*, atribuindo ao beneficiário de um *trust* um *direito negativo*, que o habilita a excluir terceiros — *i.e.*, aqueles não são beneficiários do *trust* — da fruição do acervo fiduciário (cf., por exemplo, GRAY, “Property in thin air”, pp. 292-295; HARRIS, *Property and Justice*, pp. 24-27. Também, NOLAN, *Equitable Property*, pp. 233 ss). Sobre este debate ainda em curso no direito inglês, cf. §3.3 supra.

¹²⁴⁶ No fundo, esta compressão funcional da propriedade encontra o seu fundamento na circunstância de, por vezes, o ordenamento conceber o objeto daquele direito não como (*things as things*), mas como riqueza (*things as wealth*) — cf. a construção de RUDDEN, “Things as things”, p. 87 e *passim*, em torno da natureza jurídica do *equitable title* no direito dos *trusts*; também, J. HARRIS, “Property—Rights in Rem or Wealth”, pp. 51 ss.

¹²⁴⁷ Para uma ilustração do tema, PINTO DUARTE, *Curso de Direitos Reais*, pp. 321 ss.

propriedade), enquanto direito subjetivo, reveste sempre uma dimensão funcional¹²⁴⁸, assegurando a afetação de determinada coisa aos interesses de um sujeito¹²⁴⁹. Não espanta por isso que o próprio conteúdo e limites do direito de propriedade sejam moldados em resultado dessa afetação não à prossecução dos interesses idiossincráticos do titular do direito mas — como sucede fruto do negócio fiduciário gestório — à promoção vinculada dos interesses de um terceiro¹²⁵⁰. Aliás, mais do que compatível, esta projeção impõe-se, o que se reflete, designadamente, no reconhecimento de externalidades à posição (mesmo que creditícia) em que fica investido o sujeito cujo interesse é promovido¹²⁵¹.

VII. Feitas estas considerações, regressemos ao problema que nos ocupa. Tudo o que ficou atrás dito, correspondendo a um reforço significativo da posição do fiduciante, porque se trata de situação-tipo em que é particularmente intensa a potencialidade de colisão com os interesses do fiduciante, tem porém, e por natureza, um alcance limitado: aquele reforço abrange apenas os negócios dispositivos com escopo de garantia praticados em benefício de credores do fiduciário e atendendo a essa sua qualidade. Fora desta constelação de casos, voltamos ao ponto de partida: a inexistência de um fundamento normativo que permita concluir pela *ilegitimidade* genérica do fiduciário para dispor do bem fiduciário, sempre que o faça para além dos limites traçados no *pactum fiduciae*. Tais negócios de alienação ou oneração do bem fiduciário, mesmo lesivos da posição jurídica do fiduciante, serão por norma válidos, exceto se inquinados por um qualquer outro motivo. Ou seja, plenamente assumida a insuficiência de elementos normativos sólidos para sustentar uma limitação genérica do poder de disposição do fiduciário, oponível a todos os terceiros adquirentes de uma pretensão sobre o bem da fidúcia incompatível com a posição do fiduciante, a eventual

¹²⁴⁸ Mesmo de acordo com as posições que não acolhem a construção de GOMES DA SILVA, assente na ideia de afetação jurídica dum bem à realização dum ou mais fins de pessoas individualmente consideradas (*O Dever de Prestar e o Dever de Indemnizar*, p. 52 e *passim*), seguida de perto por OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral III)*, é quase unânime o reconhecimento de uma dimensão funcional do conceito de direito subjetivo. Este reconhecimento está implícito na construção, de cariz acentuadamente mais formal, de MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral I)*, p. 332, que se refere ao *aproveitamento de um bem*. Reconhecendo a dimensão funcional do direito subjetivo, porquanto concretiza a afetação de bens a fins das pessoas, PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral*, pp. 283-284.

¹²⁴⁹ Assim, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil — Reais*, pp. 53 ss.

¹²⁵⁰ “*La propriété attribuée à une personne peut aujourd’hui avoir aussi pour finalité le bénéfice d’une autre personne*” — cf. FRISON-ROCHE/TERRÉ-FORNACCIARI, “Quelques remarques sur le droit de propriété”, p. 244.

¹²⁵¹ Cf., em sentido próximo, por exemplo, COSTANZA, “*Numerus clausus*”, pp. 437 ss.; WIEGAND, “*Entwicklung*”, pp. 126 ss. É por isso que se impõe a aceitação de que, no quadro do direito de propriedade típico, não subsiste o dogma segundo o qual titularidade de um direito, fruição, gestão e alocação do risco de perecimento devem ser sempre reconduzidos a um mesmo sujeito (cf. GAMBARO, “*I trusts*”, p. 60).

tutela deste em face de um negócio dispositivo abusivo dependerá exclusivamente de um fundamento *extrínseco* àquele ato jurídico, de funcionamento mediato. A este respeito, são diversas as construções doutrinárias, assentes em distintos institutos gerais do direito civil, propostas entre nós e na literatura estrangeira. Depois do percurso hermenêutico que permitiu o alargamento da ponderação normativa do art. 1184.^o a uma categoria particular de negócios dispositivos, é tempo agora, para terminar, de tomar posição nessa discussão, indicando a solução normativa (por assim dizer) *residual* para os casos não abrangidos pelo critério de resolução atrás exposto e em que, ainda assim, se justifique a proteção do fiduciante em detrimento do terceiro adquirente.

Neste quadro, acompanhando alguns autores que entre nós se pronunciaram sobre o problema, entendo que é a figura da *eficácia externa das obrigações* que deve enquadrar a tutela do fiduciante perante terceiros adquirentes de um direito incompatível sobre o bem da fidúcia nestas hipóteses residuais. A oponibilidade do vínculo fiduciário — e, em particular, da posição creditícia do fiduciante — ao terceiro adquirente dependerá, então, da verificação no caso concreto dos pressupostos de que depende a ativação da responsabilidade delitual de terceiro por violação de direito de crédito¹²⁵². Certo que esta opção, em detrimento de outras vias sugeridas¹²⁵³, implica *trazer* a determinação do alcance

¹²⁵² Entre nós, é a via sugerida, mas não desenvolvida, por J. COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, p. 132 (nota 306), e também por PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 531 ss., autor que, debruçando-se exclusivamente sobre a figura da cessão de créditos em garantia. Já PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia*, pp. 183 ss., rejeita o recurso à eficácia externa neste contexto.

¹²⁵³ Seguramente de rejeitar é a solução, já defendida entre nós, do recurso à aplicação analógica do regime do abuso de representação (cf. regime vertido nos arts. 268.^o e 269.^o), cominando a ineficácia da transmissão de bens a terceiro quando este conheça ou devesse conhecer o *abuso de fidúcia* (cf. PESTANA DE VASCONCELOS, *A Cessão de Créditos em Garantia e a Insolvência*, pp. 196 ss. — na esteira de doutrina difundida nos direitos alemão e italiano). Segundo este entendimento, porque o fiduciário, ao dispor em violação do *pactum fiduciae* de um direito fiduciariamente detido, estaria a abusar de poderes, o negócio seria ineficaz perante o fiduciante, enquanto não fosse por ele ratificado, sempre que o adquirente conhecesse ou devesse conhecer o abuso. Esta aplicação analógica seria legitimada pela proximidade funcional entre os dois institutos, uma vez que, tanto no *abuso de representação* como no *abuso da fidúcia*, se materializaria uma discrepância entre o poder jurídico amplo reconhecido ao agente na relação exterior, de um lado, e o vínculo obrigacional que, em termos genéricos, unia agente e principal, de outro (assim a fundamenta, na literatura alemã, por exemplo HENSSLER, “Treuhändgeschäft”, p. 67). Ora, independentemente da proximidade funcional do mandato com e sem representação, a diferença estrutural entre as duas figuras torna inadmissível a extensão analógica para a segunda de uma regra especificamente predisposta para a primeira. Ainda para mais quando, como sucede com o art. 269.^o, a razão de ser dessa norma assenta precisamente no aspeto estrutural que, sendo característico do instituto da representação, o distingue decisivamente do mandato sem representação. Não se trata de valorizar uma perspetiva excessivamente conceptual dos fenómenos de representação direta e indireta (contando, dentro desta, com o negócio fiduciário), mas apenas de constatar a incongruência — e portanto a falta de adequada justificação metodológica — da extensão por analogia de uma norma que, no quadro da representação, encontra o seu fundamento na particular conformação da relação jurídica de representação — em concreto, a circunstância de, fruto da atribuição de poderes, os efeitos do negócio jurídico celebrado pelo representante se produzirem diretamente na esfera do representado — para um quadro em que precisamente esse elemento estrutural é ausente. É que na dimensão externa da relação fiduciária inexistente uma tal relação

e da medida da proteção reconhecida ao fiduciante para um domínio de alguma incerteza e fluidez das soluções dogmáticas oferecidas na literatura¹²⁵⁴ e na jurisprudência¹²⁵⁵. Tal não

direta ou um contacto entre fiduciante e terceiro adquirente, por oposição ao que sucede na representação direta, em que a projeção imediata dos efeitos do negócio jurídico concluído pelo representante na esfera do representado implica a criação de uma ligação — mesmo que apenas virtual — entre este e o terceiro adquirente. Conforme demonstrou o percurso de direito comparado, a crítica que a contínua rejeição desta solução tem merecido da parte dos autores que a advogam assenta precisamente no alegado formalismo da fundamentação jurisprudencial, assente supostamente na diferença conceptual entre *Treuhand* e *Vollmacht* — cf., por exemplo, KÖTZ, “Anmerkung”, 1471. A verdade, porém, é que a argumentação da jurisprudência, confirmada por parte significativa da doutrina, não assenta unicamente naquela distinção, mas extrai dela um argumento de índole estrutural que obsta à extensão analógica do regime do abuso de representação para as relações fiduciárias — cf., por todos, CANARIS, “Verdinglichung”, p. 420, e *Barnkvertragsrecht*, p. 172; GAUL, Neuere “Verdinglichungen”, p. 120. Aceitando que o regime do abuso de representação encontra o seu fundamento essencial no dever geral de atuação de acordo com a boa fé (assim, na literatura alemã, CANARIS, “Verdinglichung”, p. 421, e HENSSLER, “Treuhandgeschäft”, p. 68; LÖHNIG, *Treuhand*, p. 706) e, em consequência, residindo a teleologia do art. 269.^o precisamente na circunstância de ao terceiro (adquirente) ser dado a conhecer que o sujeito com quem contrata o faz na qualidade de representante de outrem, na esfera jurídica de quem os efeitos se produzirão, não faria depois sentido estender essa disciplina a casos em que falta em absoluto uma tal *Sonderbindung*, fundada seja na vontade dos sujeitos envolvidos, seja num qualquer contacto negocial entre o terceiro adquirente e o fiduciante. Na relação fiduciária tudo se passa entre o fiduciário e o terceiro adquirente. Não é por isso justificado o escrutínio da atuação daquele à luz do comando de cuidado decorrente da boa fé e que subjaz ao regime do abuso de representação do art. 269.^o É este o entendimento, na doutrina italiana, de NERI, “Il problema della tutela”, pp. 57 ss., e *Il trust*, pp. 361 ss., e RICCA, “Oggetto del trust”, p. 106, que sublinha justamente a *inconfigurabilidade* de uma relação entre fiduciante e terceiro, que impediria a extensão analógica daquela disciplina.

¹²⁵⁴ É bem conhecida e documentada a divergência doutrinal que, em particular a partir da segunda metade do séc. XX e em especial impulsionada com a entrada em vigor do código vigente, marca o tratamento doutrinal do tema da eficácia externa das obrigações, com inequívocos reflexos no desenvolvimento dogmático do instituto e na sua consolidação na prática jurídica. De entre os autores que rejeitaram a viabilidade de uma tutela delitual da violação por terceiro de um direito de crédito, destacam-se as posições enfáticas de MANUEL DE ANDRADE, *Teoria geral das obrigações*, pp. 50 ss., VAZ SERRA, “Responsabilidade de terceiros no não cumprimento de obrigações”, pp. 345 ss., e ANTUNES VARELA, *Direito das Obrigações*, pp. 175 ss. Marcadamente influenciada pela doutrina alemã, que rejeitava a tutela aquiliana diretamente ao abrigo do §823BGB, mas avançando uma argumentação variada que não incluía sequer argumentos de natureza dogmática (cf. a este respeito a nota 1257), esta corrente acentua a natureza relativa do direito de crédito como obstáculo intransponível à sua pretendida *exteriorização* via art. 483.^o, efeito que poderia apenas ser alcançado através do recurso ao instituto do abuso de direito, e dentro dos seus precisos termos. Esta posição foi genericamente acolhida na escola de Coimbra (por exemplo, ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, pp. 91 ss.), sendo igualmente adotada por MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, I, pp. 98 ss. Dando continuidade a uma direção apontada já antes por GUILHERME MOREIRA e CABRAL DE MONCADA (cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 387-390), a corrente oposta aceita, por seu turno, que a tutela delitual de posições subjetivas deve incluir (também) a lesão por terceiros de um direito de crédito; foi essa a posição, citando apenas alguns textos de referência na matéria, de FERRER CORREIA, “Da responsabilidade do terceiro”, pp. 355 ss., de PESSOA JORGE, *Lições*, I, pp. 599 ss., e I. GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, p. 20. Na doutrina atual, é significativa a aceitação da eficácia externa das obrigações através da tutela aquiliana, merecendo destaque, para além dos textos centrais de MENEZES CORDEIRO (*Tratado (Obrigações I)*, pp. 399 ss.; “Eficácia externa: novas reflexões”, pp. 779 ss.; “Eficácia Externa dos créditos e abuso do direito”, pp. 29 ss.; *Direito das obrigações*, I, pp. 251 ss.; e *Da Boa Fé*, pp. 647 ss.), a monografia de SANTOS JÚNIOR, *Da responsabilidade civil de terceiro por lesão do direito de crédito*, em especial pp. 437 ss., bem como os textos R. AMARAL CABRAL, “A tutela delitual do direito de crédito”, pp. 1025 ss., e de N. PINTO DE OLIVEIRA, *Direito das Obrigações*, I, pp. 251 ss. De notar, de qualquer modo, não serem sempre convergentes as posições destes autores, divergindo de forma mais ou menos significativa os termos em que admitem a responsabilização de terceiro pela lesão de um direito de crédito alheio. Isso mesmo é patente, em particular, a respeito da projeção e intensidade normativa do *dever geral de respeito* em que se fundaria a ilicitude da conduta do terceiro, pressuposto da ativação deste mecanismo de tutela; voltaremos no texto a este problema.

¹²⁵⁵ São acentuadas as oscilações do tratamento do tema nos nossos tribunais; veja-se, a este respeito, a síntese de MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 393-399, que documenta com exemplos as sucessivas

impede, porém — e mesmo não sendo possível, por razões óbvias, tratar aqui o tema em profundidade —, que se compulsem as coordenadas atuais da discussão em torno da tutela delitual do direito de crédito, apontando a direção que, nesse quadro, melhor se parece adequar especificamente ao problema fiduciário em análise ¹²⁵⁶.

De qualquer modo, implícito no que ficou dito é a aceitação de princípio de que é na cláusula geral do art. 483.^o que radica o fundamento de base para a tutela do credor que veja o seu direito de crédito lesado por terceiro. Inexistem, na verdade, argumentos — sejam eles de direito comparado¹²⁵⁷, dogmáticos¹²⁵⁸ ou de natureza sociopolítica¹²⁵⁹ — que

vagas ora *relativistas*, ora reveladoras de uma tendencial abertura à eficácia externa, assinalando também uma aparente consolidação do recurso à cláusula do abuso de direito como crivo adicional ao regime da tutela delitual que reclama um esforço de atualização e clarificação; cf., também, R. AMARAL CABRAL, “A tutela delitual do direito de crédito”, pp. 1044-1046.

¹²⁵⁶ É certo, todavia, que a solução sugerida não deixará de estar à *mercê* dos desenvolvimentos dogmáticos futuros da temática da eficácia externa das obrigações, que se adivinham intensos dado o interesse que a matéria (ainda) desperta.

¹²⁵⁷ Conclui SANTOS JÚNIOR, *Da responsabilidade civil de terceiro*, p. 512, depois de um aprofundado estudo comparativo do problema da eficácia externa em diferentes ordenamentos, que se manifesta um “evidente amplo predomínio da teoria da responsabilidade de terceiro por lesão de crédito”, em linha, como nota o autor, com o que já havia sido demonstrado por FERRER CORREIA, “Da responsabilidade do terceiro”, pp. 355 ss. As posições que rejeitaram a externalização do direito de crédito por via delitual foram marcadamente influenciadas pela doutrina germânica que, de forma generalizada, afirmou sempre uma visão restritiva do §823 BGB, a cláusula geral de responsabilidade delitual no direito alemão, que reservaria a tutela para os direitos absolutos. Salvo casos particulares e bem definidos — em especial, os da chamada tutela da titularidade do crédito, casos em que um terceiro se fizesse passar por credor, aceitando a prestação do devedor —, a responsabilização de terceiros por lesões causadas num vínculo creditício teria sempre de passar o crivo do abuso de direito (§826 BGB) — cf., na literatura alemã, por todos, LARENZ/CANARIS, *Lehrbuch des Schuldrechts*, II, pp. 397 ss.; entre nós, veja-se a síntese de SANTOS JÚNIOR, *Da responsabilidade civil de terceiro*, pp. 378 ss. Contudo, foi já demonstrado, de forma convincente, que aquela posição disseminada na doutrina germânica não pode ser decisiva para a interpretação do âmbito e alcance normativo do art. 483.^o: desde logo, a recusa de tutela delitual no quadro do §823 BGB é compensada pela abertura a outros esquemas normativos que “permitem resultados similares” (cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, p. 402). Mas, acima de tudo, releva a distinta técnica empregue no art. 483.^o e no §823 BGB: enquanto o preceito vigente entre nós assenta num enunciado genérico, aqueloutro procede a uma enumeração dos bens tutelados; o preceito alemão é por isso propiciador de entendimentos mais restritivos quando comparado com o normativo português. Isto mesmo é demonstrado, de forma eloquente, por R. AMARAL CABRAL, “A tutela delitual do direito de crédito”, pp. 1039 ss., que conclui ter a lei portuguesa adotado, na delimitação do campo de aplicação do art. 483.^o, uma *exposição genérica* que não legitima a sua interpretação restritiva. De resto, noutros direitos, e designadamente no francês e no italiano, é patente a aceitação generalizada, ainda que por vias sensivelmente distintas, da tutela delitual da lesão de direito de crédito por terceiro; para uma síntese do estado atual da discussão nestes direitos, cf. SANTOS JÚNIOR, *Da responsabilidade civil de terceiro*, pp. 314 ss. e pp. 345 ss.; e R. AMARAL CABRAL, “A tutela delitual do direito de crédito”, pp. 1032 ss.

¹²⁵⁸ Não vale, por exemplo, o argumento sistemático — invocado, nomeadamente, por ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, p. 488 —, segundo o qual radicaria no art. 798.^o a sede exclusiva da disciplina destinada a tutelar a lesão de direitos de crédito, justamente porque, neste, se trata de uma realidade específica que é a da perturbação da prestação, completamente distinta de uma situação de desrespeito de um vínculo obrigacional por terceiro (assim, por exemplo, R. AMARAL CABRAL, “A tutela delitual do direito de crédito”, p. 1044). Assim sendo, o art. 798.^o atua, por natureza, dentro do nexo que une devedor e credor, não capturando o seu âmbito normativo a conduta de um terceiro que venha a interferir com a relação obrigacional. Daquele preceito, que atua no quadro da *relatividade estrutural* das obrigações, não poderá por isso decorrer uma qualquer absorção da problemática da eficácia externa (em termos aproximados, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, p. 401).

decisivamente vedem a inclusão de direitos de crédito no âmbito da tutela delitual, verificados que estejam os pressupostos da responsabilização de um terceiro¹²⁶⁰. Ao invés, distinguida da relatividade estrutural da obrigação (como, aliás, a relatividade estrutural das estipulações contratuais), com a qual não contende nem se confunde, a *eficácia externa* por via da cláusula prevista no art. 483.^o¹²⁶¹ surge não como um alargamento genérico e ilimitado da oponibilidade de vínculos obrigacionais, mas antes como mecanismo *adequado e necessário* para tutelar a violação de um *dever genérico de respeito* por posições creditícias alheias¹²⁶² conhecidas — reconduzíveis de resto à categoria fundamental do direito subjetivo — e, portanto, para sancionar comportamentos que *conscientemente* inviabilizem o seu cumprimento, se e quando verificados os demais pressupostos¹²⁶³.

Não basta, porém, ficar por esta aceitação *de princípio* da tutela delitual da lesão de um direito de crédito para reunir os dados necessários para identificar os termos em que

Por outro lado, também o art. 406.^o/2, que vem estabelecer o postulado da relatividade dos contratos, igualmente apontado como suposta evidência da inadmissibilidade da eficácia externa da obrigação, não deporia contra a admissibilidade da tutela delitual da lesão de crédito por terceiro. Na realidade, este preceito não impede a produção de efeitos indiretos de contratos na esfera de terceiros, cujo reconhecimento resulta não da autonomia privada, mas de ponderações normativas expressas na lei (cf., neste sentido, a análise de P. MÚRIAS, *Eficácia externa* e de N. PINTO DE OLIVEIRA, *Direito das Obrigações*, I, pp. 262 ss., e *Princípios*, pp. 971 ss., que refuta também que a inadmissibilidade desta modalidade de tutela delitual possa ser fundada noutros preceitos legais, designadamente os que acolhem o *commodum* de representação; veja-se, em sentido convergente, também SANTOS JÚNIOR, *Da responsabilidade civil de terceiro*, pp. 525 ss.).

¹²⁵⁹ Outro dos argumentos aduzidos contra uma generalização da tutela delitual à lesão de direitos de crédito é o que aponta o seu impacto negativo no comércio jurídico; abrindo-se a porta à proliferação de ações de responsabilidade contra terceiros, relativamente a bens não sujeitos a um *numerus clausus* nem a esquemas uniformes e abrangentes de publicidade, estar-se-ia a perturbar a confiança no tráfego e na negociação jurídica e, por essa via, a liberdade de agir dos agentes económicos, afetando de forma intolerável a circulação de bens (esta abordagem é patente, em traços gerais, por exemplo em MANUEL DE ANDRADE, *Teoria geral das obrigações*, pp. 52 ss., e VAZ SERRA, “Responsabilidade de terceiros no não cumprimento de obrigações”, p. 352, e ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, pp. 91 ss.). Esta objeção tem sido afastada de forma convincente pela doutrina favorável à eficácia externa, fazendo notar que aquele efeito de entorpecimento do tráfego seria sempre *contido* pela atuação dos pressupostos rigorosos e precisos da responsabilidade delitual (facto, ilicitude, culpa e causalidade); MENEZES CORDEIRO, “Eficácia Externa dos créditos e abuso do direito”, p. 106, demonstra bem como o preenchimento destes pressupostos num caso de tutela delitual de lesão de crédito não é isenta de dificuldades. O *confinamento* da responsabilização de terceiros por lesão de direitos de crédito seria por isso alcançado através do próprio funcionamento da cláusula prevista no art. 483.^o (cf. N. PINTO DE OLIVEIRA, *Direito das Obrigações*, I, pp. 259 ss., e, mais aprofundadamente, SANTOS JÚNIOR, *Da responsabilidade civil de terceiro*, pp. 473 ss. e pp. 513 ss.).

¹²⁶⁰ Sobre estes pressupostos, por todos, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações III)*, pp. 429 ss.

¹²⁶¹ Salienta a importância de distinguir de forma clara o tema da *relatividade estrutural* das obrigações do problema da eficácia externa, até por ser, a partir daí, possível apontar algumas fragilidades da chamada *tese tradicional*, P. MÚRIAS, *Eficácia Externa*, I e VII.

¹²⁶² Detalhadamente sobre a fundamentação deste dever, que encontra o seu fundamento de base na própria noção (e regime) do direito subjetivo e nas ideias de *exclusão* e *exclusividade* que lhe são indissociáveis, cf. SANTOS JÚNIOR, *Da responsabilidade civil de terceiro*, pp. 463 ss.

¹²⁶³ Para a fundamentação deste confinamento da *oponibilidade* da posição do credor aos casos em que o terceiro conhece o direito de crédito lesado pela sua conduta, cf. SANTOS JÚNIOR, *Da responsabilidade civil de terceiro*, pp. 473 ss.; R. AMARAL CABRAL, “A tutela delitual do direito de crédito”, pp. 1050 ss.

pode ser ativada a eventual responsabilização por via delitual do terceiro que adquira uma pretensão sobre o bem fiduciário incompatível com a do fiduciante. É que este caso que até aqui nos trouxe integra-se numa das constelações que mais incerteza tem gerado na doutrina, mesmo naquela que aceita a proteção conferida pela *eficácia externa das obrigações*. É que não são, com efeito, unívocos os termos em que se admite o recurso ao art. 483.^o para reagir contra um terceiro que *simplesmente* contrate com o devedor em termos incompatíveis com o direito de crédito preexistente, dessa forma abrindo caminho para o incumprimento. Merece aqui referência especial a posição recente de MENEZES CORDEIRO, que, matizando um entendimento anteriormente exposto, veio sustentar que, em geral — *i.e.* na falta de norma especial aplicável —, a circunstância de o terceiro contratar com o devedor não basta por si só para conferir ilicitude àquela conduta. O dever geral de respeito da posição do credor, que existe, não teria esse alcance, prevalecendo aqui, ainda, uma *permissão geral de contratar*¹²⁶⁴. A tutela do credor afetado dependeria, assim, do *acionamento* da cláusula do abuso de direito, que nos seus precisos termos poderia eliminar a licitude da conduta do terceiro; ultrapassados os valores fundamentais do ordenamento expressos naquele instituto geral, cessaria a liberdade genérica de contratar, pelo que a celebração do negócio lesivo do direito de crédito seria já ilícita¹²⁶⁵. Em consequência, adotada a posição daquele autor, a tutela do fiduciante dependeria de um crivo mais exigente na avaliação do pressuposto da ilicitude e, portanto, para a efetivação da responsabilidade delitual do terceiro¹²⁶⁶.

Outros autores rejeitam esta necessidade de recorrer ao padrão normativo que o abuso de direito encerra, concebendo a violação consciente e dolosa do dever geral de respeito da posição do credor como um comportamento ilícito bastante para acionar a cláusula da tutela delitual, reunidos os demais pressupostos¹²⁶⁷. É patente, e aliás admitida,

¹²⁶⁴ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 404 ss., e “Eficácia externa: novas reflexões”, pp. 779 ss.

¹²⁶⁵ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 405-407.

¹²⁶⁶ Poderia neste quadro ser imputada ao terceiro (adquirente) uma conduta abusiva, por afrontar a confiança depositada pelo credor ou atuar em *venire contra factum proprium*, por exemplo quando tenha penetrado na relação credor/devedor, tenha aí obtido informações privilegiadas, ou tenha induzido o devedor a não cumprir (assim, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 407). É evidente a proximidade deste resultado com aquele que, na doutrina alemã do negócio fiduciário, é hoje ainda dominante, e que sujeita a responsabilização do terceiro adquirente de uma pretensão sobre o *Treugut* incompatível com a do *Treugeber* justamente ao crivo da cláusula dos bons costumes (§826 BGB) — cf. §3.1.

¹²⁶⁷ Cf. R. AMARAL CABRAL, “A tutela delitual do direito de crédito”, que depois de rejeitar a adequação do recurso aos bons costumes como critério para aferir a ilicitude da conduta do terceiro (pp. 1046 ss.), demonstra que haverá *antijuridicidade* quando for desrespeitado um crédito de outrem, o que pressupõe que o terceiro

a preocupação de MENEZES CORDEIRO em manter a sua construção próxima de uma prática jurídica — e, em particular, jurisprudencial — ainda hesitante em abandonar o crivo do abuso de direito enquanto ponderação necessária para a responsabilização de um terceiro pela lesão de um direito de crédito. Essa postura implicou, porém, uma *cedência* que suscita enormes dúvidas: se se admite que o credor é titular de um bem juridicamente protegido — um direito subjetivo —, e que essa proteção se dá quando o terceiro se faz passar pelo credor, quando destrua as condições materiais para o credor exercer o seu direito ou quando impeça materialmente a percepção do débito¹²⁶⁸, não se vislumbra por que razão assim não será se o mesmo resultado for obtido quando o terceiro adquire do devedor uma qualquer pretensão incompatível com a do devedor, induzindo o cumprimento do crédito original. O dever genérico de respeito projeta-se nestes casos com a mesma intensidade, bastando — com o seu alcance preciso, *i.e.* impondo a abstenção de interferência lesiva de um direito de crédito que é conhecido — para condicionar a permissão geral de contratar que é reconhecida ao terceiro pelo ordenamento¹²⁶⁹ e dispensando, por essa razão, o crivo do abuso de direito¹²⁷⁰.

Se assim for, o recurso à cláusula geral da tutela delitual permite responsabilizar — verificados que estejam todos os seus pressupostos, insiste-se — o terceiro que, conhecendo o vínculo fiduciário e portanto a posição creditícia que dele decorre para o fiduciante, contrate com o fiduciário de modo a obter uma pretensão incompatível com a daquele, contribuindo dolosamente para o incumprimento do *pactum fiduciae* — especificamente, contribuindo dolosamente para o incumprimento da obrigação de (re)transmissão do bem fiduciário. Será por isso responsabilizável¹²⁷¹ o terceiro que colabore com o fiduciário na

tenha agido ciente da respetiva existência, violando-o com culpa; daí que, conclui, *o conhecimento e a culpa ou o dolo constituem critérios de circunscrição, necessários e suficientes, da responsabilidade*.

¹²⁶⁸ Os exemplos oferecidos por MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 403-404.

¹²⁶⁹ Esta conclusão é reforçada quando se valoriza uma tendência normativa que foi já referida a respeito do problema da delimitação da esfera de garantia do devedor e que se prende com a progressiva desmaterialização dos bens económicos e, nesse quadro, com a necessidade de desenvolvimento de mecanismos aptos a tutelar essas novas formas de circulação de riqueza. Veja-se, encontrando aqui um argumento favorável à admissibilidade de tutela delitual da lesão de crédito, justamente com base na tendencial equiparação do direito de crédito a outros bens objeto de tutela reforçada, P. MÚRIAS, *Eficácia Externa*, IX.

¹²⁷⁰ Além disso, não pode ser igualmente desconsiderado que o recurso ao abuso de direito, fundado na boa fé, convive mal com situações em que entre agente e lesado inexistente uma qualquer relação específica e em que, portanto, é difusa a justificação para a projeção de um dever genérico de boa fé entre aquele e este. Neste sentido, notando a difícil recondutibilidade dos casos de ofensa do direito de crédito por terceiro ao quadro dogmático do abuso de direito, merece referência a convincente argumentação aduzida por R. AMARAL CABRAL, “A tutela delitual do direito de crédito”, pp. 1046-1049.

¹²⁷¹ Nos termos dos arts. 562.º ss., o que habilitará a (re)transmissão do bem fiduciário da esfera do terceiro adquirente para a do fiduciante (cf., em particular, o art. 566.º, que estabelece a preferência pela

inexecução do programa contratual, impedindo definitivamente o respetivo cumprimento¹²⁷². Dispensado o recurso ao abuso de direito, a solução proposta para o direito de português aproxima-se de uma tendência — comum a outros ordenamentos — de progressivo esbatimento do grau de censurabilidade exigido para responsabilizar o terceiro adquirente de uma pretensão incompatível com a do fiduciante. Isto dito, interessa reiterar uma reserva que se deixou feita no início: sendo o tratamento doutrinal e jurisprudencial do tema da eficácia externa das obrigações ainda trabalho em progresso, esta solução residual que se propõe para o segundo problema paradigmático da *dimensão externa* da fidúcia, abdicando do padrão mais exigente fornecido pelo abuso de direito, fica à mercê dos desenvolvimentos dogmáticos mais amplos que o aquele tema venha a sofrer, em particular no que toca ao seu tratamento pelos tribunais¹²⁷³.

restauração natural da situação prévia ao facto gerador de responsabilidade — por todos, PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, I, pp. 581 ss.).

¹²⁷² As potencialidades da doutrina da eficácia externa das obrigações enquanto instrumento apto para enquadrar dogmaticamente a tutela do fiduciante não se esgotam aqui. Na verdade, o reconhecimento de externalidades ao vínculo obrigacional do fiduciário, quando este seja ilicitamente lesado em resultado de um negócio dispositivo, não se limitará exclusivamente à imposição de uma obrigação de indemnizar, podendo conduzir à invalidação daquele negócio e, com isso, impedir a produção do efeito translativo do bem fiduciário para o terceiro adquirente. No fundo, devem ser sufragadas — e plenamente transponíveis para a dogmática do negócio fiduciário — aquelas posições que, entre nós, admitem a ineficácia (*lato sensu*) de um negócio dolosamente destinado a lesar uma posição creditícia alheia e a consequente realização por via judicial daquele mesmo direito de crédito — cf., neste sentido, a análise abrangente e pormenorizada de SANTOS JÚNIOR, *Da responsabilidade civil de terceiro*, pp. 562 ss.; veja-se, também, ainda que restritas ao contrato-promessa, as considerações de MENEZES CORDEIRO, *Direito das Obrigações*, I, p. 447. De entre as diferentes vias possíveis (e propostas) aquela que parece ser de acolher é a que, centrada no regime do negócio jurídico, admite a invalidade ao abrigo do art. 281.º do negócio (de disposição) cujo fim, comum a ambas as partes, seja a lesão ilícita de um direito subjetivo alheio (incluindo, um direito de crédito). Assim será “no caso de o contrato incompatível haver sido celebrado pelo devedor e pelo terceiro exclusivamente (ou, pelo menos principalmente) com o objectivo de prejudicar o credor” — cf. SANTOS JÚNIOR, *Da responsabilidade civil de terceiro*, pp. 567-568. Esta construção — que assenta no reconhecimento do fim ilícito do negócio celebrado com terceiro, justamente fruto da violação do dever geral de respeito de direito subjetivos alheios — permite enquadrar no art. 281.º, e invalidar, o negócio dispositivo sobre o bem fiduciário que haja sido concretizado, em violação do *pactum fiduciae*, numa situação de conluio entre fiduciário e terceiro a fim de prejudicar dolosamente a posição do fiduciante, impedindo este de ver respeitado o seu direito de crédito. Como se sabe, o recurso a esta cláusula geral é particularmente exigente, não sendo apta a capturar a generalidade das situações do tráfico: é que ela não se basta com o mero conhecimento da ilicitude, exigindo uma verdadeira motivação comum entre as partes — só aí o negócio será inválido. Daí que a alternativa explorada no texto — a do recurso ao instituto da responsabilidade civil — surja como o mecanismo preferencial para a tutela da lesão de um direito de crédito alheio. Não basta isso para afastar fatalmente esta alternativa, que confere ao fiduciante uma tutela reforçada nos casos em que seja especialmente censurável o comportamento do terceiro — e por isso menos justificável a prevalência de uma proteção geral da segurança do tráfico. Invalidado nestes termos o negócio dispositivo ilícito, e não se produzindo em consequência o efeito transmissivo do bem fiduciário da esfera do fiduciário para a do terceiro, ficam reunidas as condições para o fiduciante recorrer à execução específica — nos termos atrás expostos — da obrigação que impende sobre o fiduciário de (re)transmissão do acervo fiduciário para a sua esfera jurídica.

¹²⁷³ Não constituindo uma solução à partida aplicável à situação paradigmática que aqui nos ocupa, uma vez que o negócio fiduciário de gestão não é tipicamente objeto de condição resolutiva — pressupondo antes, e como atrás ficou exposto, uma manifestação de vontade do fiduciante para operar a (re)transmissão do

bem fiduciário para a esfera do fiduciante ou de terceiro por este indicado —, merece ainda assim uma breve referência concordante a solução proposta por PEREIRA DAS NEVES, *A cessão de créditos em garantia*, p 531 ss., assente na extensão analógica do regime da aquisição condicional de direitos para os casos em que o programa contratual preveja justamente a transmissão automática do bem fiduciário para a esfera fiduciante após a verificação do evento condicionante.

CAPÍTULO III

ESTUDO DE UM CASO PARADIGMÁTICO DE TITULARIDADE FIDUCIÁRIA DE VALORES MOBILIÁRIOS

§8.º A circulação de valores mobiliários no tráfego hodierno

8.1 O *paperwork crunch* e os movimentos de desmaterialização e imobilização nalguns direitos estrangeiros

I. Os obstáculos colocados pela documentação em papel (da circulação) de valores mobiliários constituíram, pelo menos a partir da segunda metade do século XX e acompanhando o aumento exponencial dos volumes de transações um pouco por todo o mundo, um importante desafio a que o direito teve de dar resposta¹²⁷⁴. As crescentes quantidades de valores mobiliários emitidos e colocados em mercado, e posteriormente alienados ou onerados, tornaram virtualmente impossível a manutenção de um modelo assente no depósito e transmissão de títulos (ou, ocorrendo a um anglicismo corrente neste domínio, de *certificados*)¹²⁷⁵, para além de terem elevado a níveis insustentáveis os riscos de natureza operacional jurídicos¹²⁷⁶. Impôs-se a criação de modos alternativos de circulação dos direitos incidentes sobre valores mobiliários que, abdicando da ligação umbilical ao regime dos títulos de crédito, eliminassem, ou, pelo menos, mitigassem a *incontornabilidade* da representação em papel¹²⁷⁷. O resultado deste processo evolutivo, de resto ainda em curso em muitas das suas vertentes — incluindo na harmonização internacional do quadro normativo aplicável —, não seguiu direções sempre uniformes nos diferentes sistemas

¹²⁷⁴ São bem expostos na literatura jurídica os problemas suscitados pelo recurso ao papel na negociação mobiliária; ver, por exemplo, SMITH, “A Piece of Paper”, pp. 925 ss.; mais recentemente, DONALD, “The Rise and Effects of the Indirect Holding System”; M. LEHMAN, *Finanzinstrumente*, pp. 16 ss.; e YATES/MONTAGU, *The Law of Global Custody*, pp. 13 ss.

¹²⁷⁵ Assim, GULLIFER, “Proprietary Protection of Investors in Intermediated Securities”, p. 221; E. JOHANSSON, *Property Rights in Investment Securities*, pp. 40; L. THÉVENOZ, “Du dépôt collectif des valeurs mobilières aux titres intermédies”, p. 689.

¹²⁷⁶ Cf. AUSTEN-PETERS, *Custody of Investments*, p. 73 ss.; THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, pp. 1-2.; MCCORMICK, *Legal Risk in the Financial Markets*, pp. 95 ss.; escrevendo a respeito do mercado francês, XAVIER LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, pp. 9 ss.

¹²⁷⁷ Entre nós, para um esboço sistemático destes problemas associados à circulação de títulos, AMADEU FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais*, pp. 64 ss.

jurídicos, nem conduziu sempre a soluções claras. À superfície, prevalece hoje a ideia de que a moderna circulação de valores mobiliários prescinde amplamente do recurso ao papel. Potenciado pela *oportunidade informática*¹²⁷⁸ que o desenvolvimento tecnológico veio trazer, o *registo em conta* e os valores escriturais emergem como meio de representação alternativo e adequado para assegurar a materialização das situações jurídicas incidentes sobre valores mobiliários. No tráfego atual, a emissão, transmissão e oneração de valores mobiliários parecem por isso estar simplesmente dependentes de uma simples inscrição em conta. Esta prevalência da *informática* e do *registo* como suporte privilegiado da circulação de valores mobiliários é, contudo, apenas aparente. Ela esconde uma realidade — jurídica, mas também económica e operacional — significativamente mais complexa.

Com efeito, na generalidade dos mercados financeiros, e em particular nos mais líquidos, inovadores e de maior dimensão, o tráfego mobiliário assenta ainda em intrincadas redes de processos e intervenientes, que pressupõem a sobreposição de sucessivas «camadas» de registos em conta — que tanto podem ser de titularidade, como assumir natureza diversa — e que, afinal, nem sempre prescindem do papel¹²⁷⁹. A suposta *simplificação* trazida pela substituição do *papel* pelo *registo em conta* constitui algo próximo de um mito: ela foi — e permanece — colocada seriamente em crise pela diversidade das reações ao chamado *paperwork crunch*, que deram origem a vários modelos (jurídicos) de *imobilização* e de *desmaterialização* de valores mobiliários, significativamente distintos entre si e, quase sempre, de difícil compatibilização¹²⁸⁰. Nas ordens jurídicas de referência (EUA, Alemanha, Reino Unido), os valores mobiliários são por norma integrados (em muitos

¹²⁷⁸ Cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Desmaterialização dos títulos de crédito”, p. 24.

¹²⁷⁹ Apontado, de um prisma juscomparativo, esta complexidade dos atuais modelos de circulação de valores mobiliários, potenciadora de problemas jurídicos difíceis, em particular nas situações de circulação transfronteiriça, por exemplo, HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, pp. 29 ss.

¹²⁸⁰ Na literatura, são apontadas diversas razões para estes resultados divergentes e para esta multiplicação dos modelos destinados a mitigar o recurso ao papel. Relevam: o peso de tradições jurídicas (cf. MOONEY JR., “Practising Safer Lex”, p. 89), designadamente as relacionadas com o quadro legal aplicável à transmissão de valores mobiliários; um maior ou menor apego à função do papel enquanto suporte documental dos valores mobiliários — a nostalgia do papel de que fala FERREIRA DE ALMEIDA, “Valores Mobiliários: o papel e o computador”, pp. 621 ss. (p. 628); ou simplesmente a influência institucional de alguns agentes financeiros — cf. MICHELER, *Property in Securities*, pp. 87 ss. e pp. 182 ss., autora que demonstra bem como os atuais regimes de titularidade de valores mobiliários vigentes em Inglaterra e na Alemanha resultam, em grande parte, da influência exercida por alguns intervenientes institucionais, designadamente entidades gestoras de sistemas de negociação e centralização de valores mobiliários, depositários e, em geral, intermediários financeiros. Também sublinhando a preferência dos intermediários financeiros por sistemas mais complexos, em que a sua intervenção é essencial para o exercício de direitos inerentes aos valores mobiliários, FERREIRA DE ALMEIDA, “Valores Mobiliários: o papel e o computador”, p. 629.

casos, ainda depositados¹²⁸¹) em centrais de custódia¹²⁸², nas quais participam os intermediários financeiros e as «casas de investimento» que, por sua vez, intermedeiam aqueles valores mobiliários por conta de clientes, diretamente ou em sucessivos patamares. Daí resultou o fenómeno da chamada *titularidade intermediada* de valores mobiliários («*intermediated holding of securities*», ou «*intermediated securities*»)¹²⁸³, realidade quase sempre pré-normativa — porquanto desenvolvida autonomamente pelos agentes do mercado¹²⁸⁴, sem prévio enquadramento legal¹²⁸⁵ — e assente em construções jurídicas múltiplas, mas que tem como traço comum a natureza indireta e, nas maioria das vezes, remota da relação entre emitente e investidor final, marcada por um ou mais níveis de intermediação¹²⁸⁶, na qual o investidor é — perante aquele emitente — titular de um interesse puramente económico¹²⁸⁷. Certo que alguns ordenamentos abandonaram de forma

¹²⁸¹ Por exemplo em mercados tão significativos como o norte-americano e o alemão, prevaleceu uma tendência favorável à *imobilização* na circulação de valores mobiliários, sem desmaterialização do título (cf. GULLIFER, “Proprietary Protection of Investors in Intermediated Securities”, p. 222; MICHELER, *Property in Securities*, pp. 62 ss.) e portanto sem que se tivesse prescindido do papel, mesmo que remetendo-o para uma “função meramente referencial, simbólica ou até fictícia” — cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, pp. 63-64. Nestes casos, toda a circulação de direitos se faz com recurso a inscrições em conta, permanecendo o papel imobilizado e, por isso, longe da realidade e das vicissitudes jurídicas que aqueles direitos sobre valores mobiliários são sujeitos.

¹²⁸² É neste quadro que surgem as centrais depositárias, internacionais (*International Central Securities Depositories* — “ISCD”) e nacionais (*Central Securities Depositories* — “CSD”), entidades financeiras especializadas no depósito e gestão centralizada de títulos e certificados representativos de valores mobiliários, e que passaram a constituir o primeiro nível nas complexas cadeias de titularidade de valores mobiliários; cf. YATES/MONTAGU, *The Law of Global Custody*, pp. 2 ss. Estas instituições financeiras, especializadas justamente na facilitação das estruturas transfronteiriças de valores mobiliários, oferecem um único ponto de conexão aos investidores que pretendam operar em mais do que um mercado, evitando os custos e dificuldades inerentes ao estabelecimento de ligações individuais com cada *praça bolsista*. Essas múltiplas conexões são asseguradas através de relações, que podem ser diretas ou através de uma cadeia de instituições, com intermediários financeiros locais, a quem cabe a função de execução das ordens por conta do investidor que contrata com o *Global Custodian*. Pelas enormes quantidades de valores mobiliários que movimentam, agregados em carteiras por conta dos investidores finais, estas estruturas apresentam inquestionáveis vantagens e economias de escala, permitindo, em particular, reduzir significativamente os custos de transação, habilitando a liquidação de operações *in house* e prescindindo da realização de operações em mercado. Sobre os *Global Custodians*, ver também BENJAMIN, *Interests in Securities*, pp. 225 ss.; SCHWARCZ, “Intermediary Risk”, p. 1550; e BERNASCONI, *The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems*. Notando que, atualmente, a maioria dos valores mobiliários em circulação no tráfego internacional está depositada junto — ou pressupõe a intermediação — destas centrais depositárias ou de entidades por estas designadas, HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, p. 32.

¹²⁸³ Aponta esta evolução para modos de detenção de valores mobiliários através de intermediário financeiro, R. GOODE, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, p. 107.

¹²⁸⁴ Cf. SCHWARCZ, “Intermediary Risk”, p. 1549.

¹²⁸⁵ Cf. PAZ-ARES/GARCIMARTÍN, “Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediários financieros”, p. 1492; descrevendo o fenómeno, J. FISCH, “Securities Intermediaries”, pp. 879 ss.

¹²⁸⁶ Cf. HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, p. 32.

¹²⁸⁷ Cf. PRETTO-SAKMANN, *Boundaries of Personal Property*, p. 40; em sentido próximo, BENJAMIN, *Interests in securities*, p. 39. Merece ser evocada a metáfora proposta por esta autora (*id.*, p. 30), que equipara estas cadeias de intermediação à imagem das chamadas *bonecas russas*, cada uma dentro de outra de maior

definitiva o papel, ou impondo sempre a representação escritural dos valores mobiliários¹²⁸⁸, ou, como sucedeu com o português, mantendo lado a lado e de forma tendencialmente indistinta os títulos e os valores escriturais¹²⁸⁹. Mas, mesmo nestes casos, em grande medida por influência da *cultura* dos mercados dominantes, a dispensa do papel permitida pela lei acabou, ainda assim, por não eliminar totalmente a intervenção, a títulos, de múltiplos intermediários financeiros, nem o surgimento dos aludidos fenómenos de *detenção indireta* de valores mobiliários. Não poucas vezes, os valores mobiliários são registados em nome de intermediários financeiros, que todavia os detêm por conta de clientes seus¹²⁹⁰.

A necessidade de abandono do papel surgiu em paralelo com outro dado incontornável do nosso tempo: a globalização do investimento em valores mobiliários. Os avanços tecnológicos permitiram uma aproximação virtual dos mercados; é hoje absolutamente trivial que um investidor seja titular de um portefólio de investimento em diversas praças mundiais, dessa forma distribuindo de forma eficaz o risco a ele associado. Por seu turno, a liquidez dos mercados de capitais, em particular dos mais pequenos e/ou

dimensão, contendo uma joia a mais pequena de todas; cada boneca é portanto distinta e autónoma das outras, mas o seu valor resulta — deriva — do valor da joia que está dentro da boneca mais pequena. Transposta esta metáfora para as cadeias de intermediação, aquela *joia* consiste nos valores mobiliários, depositados numa instituição financeira especializada ou registados junto do emitente, e as sucessivas *bonecas*: os intermediários financeiros, *brokers*, bancos que asseguram a ligação entre emitente e os *ultimate investors*. Frequentemente, em particular nos valores mobiliários representativos de dívida, as emissões ou séries de valores mobiliários são representadas por um só título — os chamados títulos globais (*global notes ou Globalurkunden*), passando a negociação e circulação a ter como objeto direitos incidentes sobre esse título. Esta figura é muito utilizada nos Estados Unidos e no ordenamento alemão, sendo preponderantes também no chamado *Eurobond Market* (cf. GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, p. 2). Tipicamente, este título é custodiado junto de um intermediário financeiro, sendo que os efeitos desta custódia — designadamente, a transmissão da titularidade daquele título para o intermediário financeiro — variam de ordenamento para ordenamento. De qualquer forma, de um prisma funcional, comum nestas situações é, de um lado, a indivisibilidade do título, e em consequência a estrita dependência dos intermediários financeiros (que atuam, geralmente, em cadeia) para assegurar, por conta dos *ultimate investors*, os direitos inerentes aos valores mobiliários.

¹²⁸⁸ É o caso da imposição em França da forma escritural para a generalidade dos valores mobiliários, decretada em 1983 — cf. MAFFEI, “De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiaires en droit français”, pp. 237 ss. Veja-se, também, DABIN, “La dématérialisation et la circulation scripturale des valeurs mobilières dans le cadre des marchés financiers”, pp. 292 ss.; LE NABASQUE/REYGROBELLET, “L’inscription en compte des valeurs mobilières”, pp. 261 ss.; REYGROBELLET, “Le droit de propriété du titulaire d’instruments financiers dématérialisés”, p. 305 ss.

¹²⁸⁹ É também o caso do ordenamento espanhol, em que vigora desde 1992 um regime de irreversibilidade da forma escritural (cf. ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pp. 183 ss., em particular, pp. 187 ss.). Para uma síntese do que mudou e do que permaneceu idêntico em resultado do processo de afirmação, no direito português, dos valores mobiliários escriturais, FERREIRA DE ALMEIDA, “Valores Mobiliários: o papel e o computador”, p. 625.

¹²⁹⁰ Assim sucede, como veremos de seguida, no sistema centralizado mais importante no mercado inglês, mas também num conjunto de práticas de grande relevo no ordenamento jurídico português (cf. §9.2).

periféricos, assenta fortemente na capacidade de atração de investidores internacionais, que colmatam a insuficiência ou irregularidade dos investimentos locais. Esta integração virtual dos mercados de capitais — a que não corresponde, claro está, uma efetiva integração jurídica — não depende (nem poderia depender) de uma efetiva *presença* dos investidores finais nas diversas *bolsas* em que atuam. Tal seria incomportável por razões operacionais óbvias e pelos custos acrescidos, e as oportunidades trazidas por este fenómeno de globalização seriam, se não eliminadas, pelo menos mitigadas¹²⁹¹. Ao invés, é a atuação das empresas de investimento e a ligação entre agentes internacionais e agentes locais que torna possível que este investimento transfronteiriço se desenvolva de forma eficaz. Fatalmente, a estrutura dos mercados — e o seu funcionamento regular, eficiente e seguro — passou a depender, de forma decisiva, de intervenientes institucionais (sistemas centralizados de registo e depósito de valores mobiliários, sistemas de liquidação, intermediários financeiros), a quem cabe aquele papel de ligação, sob as mais variadas vestes jurídicas, entre emitente e investidores¹²⁹².

Neste quadro, a intermediação de valores mobiliários emergiu, enquanto fenómeno transversal nos mercados de capitais¹²⁹³, por razões de necessidade e de eficiência operacional e económica¹²⁹⁴. O investimento, transnacional mas também doméstico, foi sendo assegurado através de redes de custódia e subcustódia: grandes empresas de investimento internacionais contratam (diretamente ou por meio de outros agentes) intermediários financeiros autorizados a atuar nos diversos mercados, para que estes detenham por sua conta os valores mobiliários aí emitidos e negociados¹²⁹⁵. A partir daí, são criadas sucessivas cadeias de registos de *titularidade*, num esquema de “*contas-espelho*”¹²⁹⁶ que culmina no investidor final e em que cada interveniente mantém uma relação jurídica

¹²⁹¹ *Nem toda a gente pode viajar para Nova Iorque, Londres, Paris, Milão ou Tóquio para entregar valores mobiliários a um comprador e receber os montantes devidos* — cf. MOONEY JR., “Practising Safer Lex”, p. 87.

¹²⁹² MICHELER, *Property in Securities*, pp. 87 ss. e pp. 182 ss.; entre nós, FERREIRA DE ALMEIDA, “Valores Mobiliários: o papel e o computador”, p. 629.

¹²⁹³ Assim, GULLIFER, “The Proprietary Protection of Investors in Intermediated Securities”, p. 221.

¹²⁹⁴ Cf. MOONEY JR., “Practising Safer Lex”, p. 87. E. JOHANSSON, *Property Rights in Investment Securities*, p. 40, assinala, nomeadamente, a redução dos chamados *illiquidity costs*, propiciada pelas práticas de *pooling* características destas cadeias de intermediação mobiliária.

¹²⁹⁵ Veja-se, em termos próximos, a descrição do fenómeno na monografia de referência de AUSTEN-PETERS, *Custody of Investments*, p. 55 ss.

¹²⁹⁶ Mas que muitas vezes a mais não corresponde do que ao registo dos direitos de crédito de cada um dos intervenientes dessa cadeia relativamente à sua contraparte direta — cf. MAFFEI, “De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français”, p. 247.

apenas com aquele que se situa no patamar imediatamente superior¹²⁹⁷. Por isso, na generalidade dos casos, o *ultimate investor* não sabe — nem sequer quer conhecer — o intermediário financeiro que se relaciona diretamente com o emitente (o chamado *top-tier intermediary*)¹²⁹⁸. Este modelo, a que está sujeito um impressionante volume de valores mobiliários¹²⁹⁹, pode depois multiplicar-se por um número virtualmente ilimitado de níveis, mediante o desdobramento sucessivo daquelas contas-espelho abertas junto dos intermediários intervenientes, muitas vezes com conexão com diferentes ordenamentos jurídicos. Claro que estas cadeias de intermediação de valores mobiliários não seguem apenas um único modelo jurídico; os conceitos e institutos empregues variam consoante a ordem jurídica de base. De um prisma operacional e, mesmo, de substrato económico, elas apresentam porém esta morfologia comum, assente no encadeamento sucessivo de contas e subcontas abertas junto de intermediários financeiros, que em diversos patamares (*tiers*) asseguram a ligação entre emitente e investidor final.

Antes de avançarmos para a descrição deste fenómeno do tráfego mobiliário português, precedido de um enquadramento geral do sistema de titularidade e circulação de valores mobiliários vigente, é útil lançar um olhar breve sobre os modelos vigentes noutras ordens jurídicas de referência.

II. No quadro complexo e diversificado das reações ao *paperwork crunch*, o ordenamento alemão constitui um modelo paradigmático de *imobilização* de valores mobiliários¹³⁰⁰, cujo reconhecimento normativo é consequência direta de práticas de mercado bem estabelecidas e consistentes¹³⁰¹. O sistema assenta no depósito coletivo dos valores mobiliários (*Sammelverwhahrung*)¹³⁰², representados normalmente por títulos

¹²⁹⁷ Cf. GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediário”, p. 81.

¹²⁹⁸ Cf. THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, p. 21.

¹²⁹⁹ GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediário”, p. 77, partindo dos dados constantes fornecidos pelo Banco Central Europeu (em www.ecb.int/stats/collateral) apontam para uma cifra a rondar os 50 mil milhões de euros. Assinalando a relevância destes modelos de detenção de valores mobiliários através de intermediário financeiro, P. PAECH, “Harmonising Substantive Rules”, p. 1140.

¹³⁰⁰ Para uma perspetiva história do processo que conduziu, ainda no primeiro quartel do séc. XX, ao sistema de titularidade e circulação de valores mobiliários que ainda hoje vigora no direito alemão, ver por exemplo DROBNIG, “Dokumenteloser Effektenverkehr”, pp. 11 ss.

¹³⁰¹ Cf. THAN, “The Preliminary Draft Unidroit Convention”, p. 263.

¹³⁰² Não sendo o único, este regime do depósito coletivo de títulos é o *privilegiado* pela *DepotG* (cf., por todos, KÜMPEL, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, pp. 1639-1640) e constitui a base jurídica para a circulação de valores mobiliários no mercado alemão (cf. GÖßMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, p. 1964). Para uma

globais (*Sammelurkunden*)¹³⁰³, junto de uma central de depósito de valores¹³⁰⁴. Estes títulos constituem depois a base para a imputação da titularidade dos valores mobiliários neles representados¹³⁰⁵, que por sua vez é exclusivamente evidenciada por registos em contas individuais de valores abertas pelos investidores junto de intermediários financeiros participantes no sistema¹³⁰⁶. Cabe a estes intermediários financeiros assegurar a ligação, em um ou mais níveis, entre aquele depositário central e os investidores finais. Num prisma jurídico, porém, esta construção — apesar de tornar não apenas imperativo o depósito de títulos junto de uma instituição financeira especializada, mas também necessária a criação de uma subsequente cadeia de intermediação, que pode ser mais ou menos complexa — não interfere na imputação da titularidade dos valores mobiliários, que não é transmitida nem para os intermediários financeiros, nem para o depositário central¹³⁰⁷. Este é considerado mero possuidor do título global¹³⁰⁸, surgindo os investidores como «*comproprietários*»¹³⁰⁹ daquele mesmo título, na proporção dos valores mobiliários que, no contexto global da

descrição do funcionamento deste *Girosammelverwahrung* ou *GS-Verwahrung* — cf. §5.1 *DepotG* —, veja-se, para além das obras de referência citadas na presente nota, HEINSIUS/HORN/THAN, *Depotgesetz*, pp. 419 ss. A lei prevê, porém, outras situações de depósito especial — *Sonderverwahrung* — sujeitas a um quadro jurídico distinto, não assente, designadamente, no modelo da compropriedade que constitui a regra no direito germânico. Sobre estes casos, nos quais não há também preterição do papel, ainda que a este seja meramente atribuída uma função simbólica, cf., por todos, GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, pp. 1976 ss.

¹³⁰³ Ou *Globalurkunden* — sobre estes títulos e a sua utilização no ordenamento alemão, cf. THAN, “Kapitalmarkt und Globalurkunde”, pp. 809 ss.; também EINSELE, *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, pp. 13 ss.

¹³⁰⁴ Atualmente, a função essencial de depositário central é desempenhada pela *Clearstream Banking AG*, a quem cabe um papel fundamental no exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários depositados junto de si. Podem apenas ter conta aberta junto do depositário central — e portanto assegurar a ligação com os investidores — instituições de crédito ou empresas de investimento, incluindo instituições estrangeiras, bem como centrais depositárias internacionais, o que permite, designadamente, a aquisição de valores mobiliários depositados junto do *Clearstream Banking AG* por investidores estrangeiros — cf., por todos, KÜMPEL, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, p. 1641.

¹³⁰⁵ Cf. THAN, “Wertpapierrecht ohne Wertpapiere?”, pp. 821 ss.

¹³⁰⁶ Cf. KÜMPEL, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, p. 1648; EINSELE, “Modernising German Law”, p. 251; entre nós, o sistema alemão de circulação de valores mobiliários foi já descrito por FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 56.

¹³⁰⁷ Assim, THAN, “The Preliminary Draft Unidroit Convention and Capital Market Practice in Germany”, p. 269; MICHELER, *Property in Securities*, p. 221.

¹³⁰⁸ KÜMPEL, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, p. 1645, qualifica-o como *possuidor direto (unmittelbarer Besitzer)* e o(s) intermediário(s) financeiro(s) como *possuidores indiretos* de primeiro nível ou intermédios (*mittelbarer Besitzer*). Esta construção dogmática, que sustenta a existência de uma cadeia de situações de posse dos valores mobiliários, desde o depositário central até ao investidor, é maioritária na doutrina — cf. BRINK, *Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effekten giroverkehr*, 52 ss. Por sua vez, *Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)*/EINSELE, p. 1690, descreve o *GS-Verwahrung* como um sistema piramidal, manifestando dúvidas quanto à admissibilidade da referida doutrina da posse indireta ou intermediada.

¹³⁰⁹ Cf. §6.1 *DepotG* (cf., por todos, KÜMPEL, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, pp. 1648 ss.; §5 Rn 15; GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, p. 1966).

emissão, lhes sejam imputáveis¹³¹⁰. Mesmo quando a cadeia de intermediação apresenta mais do que um patamar, são reconhecidos aos intermediários financeiros apenas poderes de representação para atuar por conta dos seus clientes, e verdadeiros titulares dos valores mobiliários¹³¹¹. Neste quadro, a circulação dos valores mobiliários processa-se, sem circulação de papel, exclusivamente por inscrição de débitos e créditos nas contas de alienante e adquirente¹³¹². É o reconhecimento desta posição de comproprietário que assegura a tutela dos investidores no confronto com os credores gerais dos outros intervenientes no sistema: em caso de insolvência seja do intermediário financeiro junto de quem está aberta a conta de titularidade, seja do próprio depositário central, é reconhecido

¹³¹⁰ Trata-se de uma situação de *Bruchteilsmitigentum* — cf. KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1648; cf., também neste sentido, EINSELE, “Modernising German Law”, p. 251; entre nós, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 56. De onde resulta que é a esse contitular que cabe o exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários (cf. THAN, “The Preliminary Draft Unidroit Convention and Capital Market Practice in Germany”, p. 266), ainda que, para tal, necessite dos certificados de depósito emitidos pelo seu intermediário financeiro. A adequação desta posição jurídica dos investidores com as necessidades de funcionamento deste sistema obrigou, porém, a alguns ajustamentos normativos, designadamente no que respeita à possibilidade de o investidor exigir a entrega dos valores mobiliários de que é titular e à consequente divisão da situação de compropriedade do(s) título(s) depositado(s). Por exemplo, sendo reconhecido ao investidor o direito de exigir a entrega dos valores mobiliários ao seu intermediário financeiro (§7(1) *DepotG*), ele deixa de valer sempre que tenha sido emitido um título global (§9.3 *DepotG*) — *Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE* pp. 1674-1675, e “Modernising German Law”, p. 251. Sobre o conteúdo da posição jurídica dos investidores finais, e em particular as limitações que sobre ela se projetam relacionadas com a exigência de entrega dos valores mobiliários individuais (*Einzelurkunden*), tema sobre o qual não se justifica um tratamento mais detalhado, ver, entre outros, KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, pp. 1648 ss.; GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, pp. 1967-1969; *Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, pp. 1681 ss.

¹³¹¹ Cf. KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1644. Na verdade, a *DepotG* contém diversas disposições destinadas a assegurar que a necessária intervenção dos intermediários financeiros, a fim de ligar depositário central e investidores, não afeta a titularidade dos valores mobiliários; por exemplo, as contas de registo dos valores mobiliários, mesmo quando abertas em nomes de sucessivos intermediários financeiros, são sempre qualificadas como *Drittverwahrung*. Vale, neste caso, a presunção (cf. §4.1 *DepotG*) de que os valores mobiliários não constituem propriedade do intermediário financeiro (*Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, pp. 1662 ss.).

¹³¹² Assim, EINSELE, “Modernising German Law”, p. 252; THAN, “The Preliminary Draft Unidroit Convention and Capital Market Practice in Germany”, p. 265. Questão muito debatida no direito alemão — a que aqui se pode apenas fazer breve referência — é a da natureza desta inscrição nas sucessivas contas de registo que asseguram a ligação entre emitente e investidor final. Na doutrina maioritária, aquela inscrição é equiparada, para efeitos da aplicação do regime da aquisição a *non domino*, à transmissão da posse dos valores mobiliários (cf. KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1645; MICHELER, *Property in Securities*, p. 221.). EINSELE, *Wertpapier als Schuldrecht*, p. 71 ss. e pp. 177 ss.; *Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, pp. 1690 ss., rejeita esta ideia de que as inscrições em conta em nome dos sucessivos intermediários e, por fim, do investidor, possam validamente constituir uma forma de *posse indireta*. Releva, para a autora, a natureza não pública destes registos e a automaticidade com que se processam as transferências, fatores que eliminariam os requisitos de que, no direito alemão, depende o reconhecimento de tutela a um terceiro de boa fé que adquire a *non domino*.

aos titulares dos valores mobiliários um direito de separação, que abrange também outros direitos inerentes de natureza patrimonial (dividendos, juros)¹³¹³.

Este modelo paradigmático do depósito coletivo, assente na construção da compropriedade, não preclui todavia o surgimento de situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários, em que um intermediário financeiro atua como titular em nome próprio mas por conta e risco de terceiros, tipicamente seus clientes (*fiduziarische Treuhand*)¹³¹⁴. Por exemplo, o progressivo favorecimento da emissão de ações nominativas propiciou o surgimento de situações de titularidade indireta, de natureza fiduciária¹³¹⁵. Noutro quadrante, a própria *Depotgesetz* prevê uma situação dessa natureza, com enorme projeção no tráfego¹³¹⁶; trata-se do modelo jurídico aplicável para aquisição de valores mobiliários depositados/registados junto de sistemas centralizados ou intermediários financeiros estrangeiros¹³¹⁷. De acordo com o modo de funcionamento deste sistema alternativo, a titularidade desses valores mobiliários não é imputada diretamente aos investidores¹³¹⁸ — nem sequer seguindo o modelo da *compropriedade* —, permanecendo antes na esfera do intermediário financeiro¹³¹⁹ que assegura a ligação transfronteiriça com o

¹³¹³ Cf., neste sentido, HEINSIUS, *Der Sicherheitentreuhänder im Konkurs*, p. 393; BRINKMAN, *Insolvenzordnung (§47)*, p. 823; GOTTWALD, *Insolvenzrechts-Handbuch*, p. 626; *Münchener Kommentar InsO (GANTER)*, pp. 1277-1278.

¹³¹⁴ Estas surgem, aliás com bastante frequência, tanto para fins de gestão como de garantia (cf. BLAUROCK, “Les Opérations Fiduciaires en Droit Allemand”, p. 227; KÖTZ, “National Report for Germany”, p. 183).

¹³¹⁵ Descrevendo este fenómeno, cf. SCHNEIDER/VON PILCHAU, “Der nicht registrierte Namensaktionär”, pp. 181 ss.

¹³¹⁶ Designado *Gutschriften in Wertpapierrechnung (WR-Gutshchrift)* e genericamente regulado no §22 da *DepotG*. Cf. BRINK, *Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung*, pp. 124 ss.; GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, pp. 1980 ss.; HEINSIUS/HORN/THAN, *Depotgesetz*, pp. 419 ss.; KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, pp. 1671 ss.; *Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, pp. 1745 ss.

¹³¹⁷ Certo que o quadro normativo germânico prevê a possibilidade de interligação entre o sistema de *Sammelverwahrung* e depositários de valores mobiliários estrangeiros (KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1669), dessa forma permitindo a *importação* de valores mobiliários aí depositados de acordo com o modelo da contitularidade (EINSELE, “Segregation of Securities and Insolvency under German Law”, p. 101). Sucede que a incerteza jurídica decorrente da determinação da lei aplicável (sobre estes, cf. DROBNIG, “Vergleichende und kollisionsrechtliche Probleme der Girosammelverwahrung von Wertpapieren im Verhältnis Deutschland-Frankreich”, pp. 73 ss.; THAN, “Neue Rechtsentwicklungen für den grenzüberschreitenden Effekten giroverkehr”, p. 548), a que acrescem dificuldades operacionais — em particular, problemas suscitados com a liquidação de transações envolvendo valores mobiliários objeto de depósito noutro sistema jurídico (cf. EINSELE, “Segregation of Securities and Insolvency under German Law”, p. 101, e “Modernising German Law”, p. 253), conduziram ao surgimento de um sistema alternativo, aplicável de forma predominante quando investidores germânicos pretendam adquirir e deter valores mobiliários em circulação noutras ordens jurídicas (cf. GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, p. 1981, e KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1671, este último assinalando as vantagens operacionais e fiscais — *id.*, pp. 1672-1673).

¹³¹⁸ KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1593 e p. 1600.

¹³¹⁹ Sendo que, por sua vez, a posição jurídica do intermediário financeiro variará consoante o regime de titularidade e circulação que vigora na ordem jurídica em que são adquiridos os valores mobiliários. Pode tratar-se de titularidade (direta), de contitularidade, o que sucederá nos casos em que os sistemas estrangeiros

mercado de destino (normalmente, com o próprio sistema centralizado de depósito estrangeiro)¹³²⁰. Neste quadro, a subsequente circulação, no espaço jurídico alemão, dos valores mobiliários integrados no *WR-Gutschrift* dá-se por mera inscrição em conta do *direito de crédito* do investidor-adquirente e coincidente redução (ou eliminação) do *saldo* da conta do alienante, em termos em tudo semelhantes ao que se passa com a circulação do dinheiro¹³²¹. É assim criada uma típica situação de titularidade fiduciária¹³²², em que o intermediário assume, relativamente ao acervo de valores mobiliários em questão, a posição de titular, que porém se encontra funcionalmente afeta à prossecução do interesse do seu cliente¹³²³; enquanto ao investidor cabe um direito de crédito sobre o intermediário

acolham também essa estrutura de circulação de valores, ou mesmo de uma situação de *beneficial ownership* — cf. *Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, p. 1748; GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, p. 1981. Nalguns casos, a posição jurídica do intermediário financeiro pode mesmo revestir natureza creditícia; tal sucederá, designadamente, quando o intermediário financeiro opte não por adquirir os valores mobiliários junto de uma instituição correspondente no estrangeiro, mas ao invés encarregue de tal aquisição a entidade gestora do sistema centralizado germânico — a *Clearstream Banking AG* —, que assim atua, reflexamente, por conta dos clientes daquele. Nestes casos, emerge uma dupla situação fiduciária, em que a *Clearstream Banking AG* adquire a (com)titularidade dos valores mobiliários estrangeiros por conta e risco do intermediário financeiro; a posição (creditícia) que daí resulta para o intermediário financeiro encontra-se depois também gravada por um vínculo fiduciário, encontrando-se funcionalmente afeta à prossecução dos interesses dos investidores finais — acerca deste esquema, KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1682.

¹³²⁰ Dada a predominância, nos mercados internacionais, da prática do depósito coletivo de títulos, o intermediário financeiro alemão surgirá como contitular de um acervo de valores mobiliários fungíveis, assentes num título global depositado em sistema estrangeiro, atuando por conta de mais do que um investidor. Estes não serão, ao contrário do que sucede no quadro puramente doméstico, contitulares dessa mesma carteira, mas tão só credores conjuntos (cf. §420BGB) de uma pretensão à entrega daqueles valores mobiliários, oponível ao intermediário financeiro — KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1676.

¹³²¹ Não há uma transmissão ou cessão para o adquirente do direito de crédito que o alienante tinha sobre o intermediário financeiro — solução que teria o inconveniente de impossibilitar a aplicação do regime da aquisição *a non domino* (cf. *Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, p. 1752) —, mas antes um acerto das posições recíprocas do(s) intermediário(s) financeiro(s) envolvidos(s) com cada um daqueles investidores. Em consequência, o investidor adquirente não adquire o direito de crédito que era antes da titularidade do alienante, mas antes um direito de crédito original sobre o seu intermediário financeiro (que pode ou não ser o mesmo do alienante) — cf. EINSELE, *Wertpapier als Schuldrecht*, p. 439, e *Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, pp. 1752 ss.; GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, p. 1984; BRINK, *Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effektenverkehrsverkehr*, pp. 134 ss.

¹³²² Cf. BRINK, *Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effektenverkehrsverkehr*, p. 132; GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, pp. 1983 ss.; KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1600 e pp. 1673 ss.; COING, “Die ‘Aufbewahrung’ von Wertpapieren im Ausland als Treuhandgeschäft”, p. 468. Esta natureza fiduciária é expressamente acolhida nas condições gerais aplicáveis às relações contratuais estabelecidas entre intermediários financeiros e os seus clientes (cf. §12.3 *Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte*). Sem prejuízo da conexão com outra ordem jurídica, à relação jurídica constituída entre intermediário financeiro e investidor é aplicável o direito alemão — cf. *Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, p. 1751; já neste sentido, SIEBERT, *Treuhandverhältnis*, pp. 97 ss.

¹³²³ Obrigação esta que se materializa, por exemplo, na dever de obter da instituição de crédito em que se encontram depositados os valores mobiliários uma declaração de reconhecimento de que tais valores são detidos por conta de clientes, não estando afetos ao cumprimento de responsabilidades próprias do intermediário financeiro; trata-se da chamada “*drei-punkte-Erklärung*” — cf., por todos, HELLNER, “Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren im Ausland”, pp. 211 ss. Releva ainda a responsabilidade do intermediário financeiro pela escolha da instituição financeira estrangeira depositária (cf. GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, p. 1983).

financeiro, inscrito em conta aberta junto deste e que reflete, na esfera do investidor/fiduciante, o conteúdo (económico) da posição jurídica em que aquele intermediário se encontra investido¹³²⁴. Na esfera do investidor, e fiduciante, é também reconhecida uma típica pretensão à entrega dos valores mobiliários em questão¹³²⁵, equiparada na literatura ao direito de crédito do depositante¹³²⁶.

III. No ordenamento inglês, a resposta normativa ao *paperwork crunch* prescindiu decisivamente do papel, pelo menos no que diz respeito ao caso paradigmático das ações¹³²⁷; a circulação massificada de valores mobiliários assenta, de forma predominante, num sistema de registo centralizado de *uncertificatted securities*¹³²⁸ junto de uma entidade financeira especializada¹³²⁹, que atua como custodiante central, no qual participam emitentes, intermediários financeiros e investidores (por regra, institucionais)¹³³⁰. A titularidade *at law* dos valores mobiliários — que não se transfere para a entidade custodiante¹³³¹ —, bem como a respetiva transmissão¹³³² são evidenciadas em contas de titularidade abertas em nome dos participantes naquele sistema centralizado¹³³³, que por

¹³²⁴ Durante a vigência da relação fiduciária, o referido §22 DepotG tem como efeito a mera suspensão da obrigação de entrega dos valores mobiliários, que será plenamente eficaz em caso de cessação da relação contratual entre intermediário financeiro e investidor; neste sentido, por exemplo, COING, “Die ‘Aufbewahrung’ von Wertpapieren im Ausland als Treuhandgeschäft”, pp. 466 ss.; detalhadamente sobre os efeitos da cessação da relação fiduciária, GÖßMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, p. 1986.

¹³²⁵ Esta pretensão obrigacional de que é titular o cliente/investidor, e que é reconduzível à situação típica de um fiduciante, materializa-se numa pretensão abstrata não apenas de entrega dos valores mobiliários — *i.e.* o intermediário financeiro encontra-se adstrito a transmitir para o cliente a sua posição jurídica sobre aqueles valores mobiliários (*abstrakte Lieferungsanspruch*), mas também de todos os rendimentos e outros direitos inerentes aos valores mobiliários — por todos, BRINK, *Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung*, p. 129). Para uma descrição detalhada desta posição do investidor, EINSELE, *Wertpapier als Schuldrecht*, pp. 416 ss.

¹³²⁶ Cf. §667, 675 BGB — cf. KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1673.

¹³²⁷ Sobre o processo de *desmaterialização* no direito inglês, R. GOODE, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, 107 ss. Para uma descrição detalhada e sistemática do quadro aplicável à circulação e transmissão dos valores mobiliários ainda titulados em papel, sistema amplamente dependente do registo de titularidade mantido pelo próprio emitente (ou por intermediário financeiro por ele designado para o efeito), MICHELER, *Property in Securities*, pp. 21 ss.

¹³²⁸ Que podem ser tanto *equity securities* como *debt securities* — cf. GULLIFER, “Proprietary Protection of Investors in Intermediated Securities”, p. 223.

¹³²⁹ Anteriormente designado *CREST*, e hoje *Euroclear UK & Ireland*.

¹³³⁰ Para uma descrição operacional deste sistema centralizado, BENJAMINN, *Financial Law*, pp. 203 ss.; YATES/MONTAGU, *The Law of Global Custody*, pp. 211 ss.

¹³³¹ Assim, GULLIFER, “Proprietary Protection of Investors in Intermediated Securities”, p. 223.

¹³³² Cf. MICHELER, *Property in Securities*, p. 83.

¹³³³ Cf. GULLIFER, “Proprietary Protection of Investors in Intermediated Securities”, p. 223;

sua vez são refletidas no *securities register* mantido pela entidade gestora¹³³⁴. No tráfego, porém, esta *rendição* à informática não implicou uma efetiva e necessária *aproximação* entre emitente e investidor. Pelo contrário, ao reservar a aquisição do *legal title* sobre os valores mobiliários aos membros do sistema centralizado, a arquitetura do sistema favoreceu o desenvolvimento e profusão de situações de *titularidade indireta*¹³³⁵. Verdade que qualquer investidor pode ser membro do sistema centralizado, o que leva alguma doutrina a apontar a natureza apenas eventual destes fenómenos de *titularidade intermediada*¹³³⁶. Contudo, exigências operacionais¹³³⁷ e a própria dinâmica do mercado¹³³⁸ acabaram, de forma natural, por reservar este papel aos intermediários financeiros ou, no limite, a certos (poucos) investidores institucionais. Em resultado, a circulação de valores mobiliários assenta em cadeias de intermediação, em um ou mais níveis¹³³⁹, em cuja base se encontra um intermediário financeiro participante no sistema centralizado e *legal owner* dos valores mobiliários, que os detém por conta de outros intermediários ou dos investidores finais¹³⁴⁰. Em resultado, inexistente *at law* uma relação direta entre emitente e investidor final¹³⁴¹.

¹³³⁴ Sobre o funcionamento deste registo central, cf. MICHELER, *Property in Securities*, pp. 74 ss.

¹³³⁵ Cf. SCHWARCZ, “Intermediary risk in the indirect holding system for securities”, pp. 309-310.

¹³³⁶ MICHELER, *Property in securities*, p. 119; numa perspetiva juscomparativa, THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, p. 22.

¹³³⁷ A qualidade de membro impõe um investimento significativo, que inclui a aquisição de *software* e *hardware* próprios para assegurar a ligação informática ao sistema — cf. MICHELER, *Property in securities*, p. 119.

¹³³⁸ Por exemplo, o recurso aos intermediários financeiros membros do sistema centralizado permite a redução dos obstáculos administrativos associados à circulação de valores mobiliários, reduzindo a necessidade de atualização dos *securities registers* — cf. R. GOODE, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, p. 107.

¹³³⁹ Cf. PRETTO-SAKMANN, *Boundaries of Personal Property*, p. 40.

¹³⁴⁰ Tipicamente, as contas abertas em nome dos membros do sistema centralizado agregam valores mobiliários detidos por conta de uma pluralidade de clientes (*pooled client accounts* ou *omnibus accounts*); nestes casos, o desdobramento dos correspondentes *interests in securities* (a expressão cunhada por BENJAMIN, *Interests in securities*, p. 207 e *passim*), i.e. das posições individuais de cada cliente do membro do sistema — que podem ser investidores finais, mas também outros intermediários a atuar por conta e no interesse de terceiro — é feito unicamente nos registos internos daqueles membros (cf., para além da obra de BENJAMIN, MICHELER, *Property in Securities*, p. 119; GULLIFER, “Proprietary Protection of Investors in Intermediated Securities”, pp. 245 ss. e pp. 11 ss.). É precisamente no quadro desta prática do *pooling* que radicam as principais incertezas jurídicas em torno das cadeias de intermediação no direito inglês, que se prendem, a um tempo, com a verificação dos pressupostos de que depende a válida constituição de um *express trust* e, de outro, dos critérios de prioridade e de distribuição aplicáveis em caso de insuficiência patrimonial do intermediário e *legal owner* dos valores mobiliários — cf. §11.1. Menos comuns, mas ainda assim presentes no tráfego, são aqueles casos em que o intermediário financeiro membro do sistema centralizado regista numa conta aberta em seu nome valores mobiliários detidos por conta de um cliente apenas (BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 207); porque envolvem um grau de envolvimento maior do intermediário financeiro, estas situações implicam tipicamente custos mais elevados (MICHELER, *Property in Securities*, p. 120).

¹³⁴¹ Cf., por exemplo, BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 39; D. HAYTON, “The Developing European Dimension of Trust Law”, pp. 52; AUSTEN-PETERS, *Custody of Investments*, p. 73 ss.

Atenta a sua configuração e os seus efeitos típicos, as situações de *intermediated ownership* de valores mobiliários são reconduzidas na literatura ao instituto do *trust*¹³⁴², adequado para enquadrar o fenómeno e *conter* o risco jurídico acrescido que é inerente a este modelo de circulação mobiliária¹³⁴³. Subsistem ainda assim dúvidas no tratamento de algumas questões jurídicas, em especial nos casos em que o intermediário financeiro agrega numa só conta valores detidos fiduciariamente por conta de diversos clientes (*pooling*)¹³⁴⁴. Na esteira do entendimento tradicional segundo o qual a constituição válida de um *trust* depende da segregação material, no património do *trustee*, dos bens objeto da relação fiduciária¹³⁴⁵, parte dos autores — com reflexo na jurisprudência — rejeita que esse pressuposto esteja presente relativamente a bens fungíveis (como são os valores mobiliários) não devidamente separados. Em consequência, na hipótese das *pooled accounts*, a dogmática do *trust* não admitiria a válida constituição de um *trust* em benefício de cada um dos investidores por conta de quem o intermediário financeiro atua¹³⁴⁶. Outros, ao invés, assentando em evoluções jurisprudenciais mais recentes, apontam a necessidade de adaptar aquela exigência quando o objeto do *trust* seja constituído por bens fungíveis, em especial por valores mobiliários¹³⁴⁷.

¹³⁴² Relevando em particular a figura do *express (private) trust* (cf. §3.3). Sustentando esta recondução, BENJAMIN, *Interests in Securities*, pp. 39-40; PRETTO-SAKMANN, *Boundaries of Personal Property*, pp. 41-42; GULLIFER, "Proprietary Protection of Investors in Intermediated Securities", pp. 228 ss.; MCFARLANE/STEVENS, "Interests in Securities", pp. 33 ss.; SCHWARCZ/BENJAMIN, "Intermediary risk in the indirect holding system for securities", p. 313 e p. 315; YATES/MONTAGU, *The Law of Global Custody*, pp. 26 ss. Além disso, no que em particular diz respeito à alienação de valores mobiliários para fins de garantia, releva a figura da *mortgage* (cf. BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 99).

¹³⁴³ Ao risco de insolvência do emitente, a que qualquer titular de valores mobiliários se encontra sempre sujeito, junta-se o risco associado à impossibilidade de exercer os seus direitos junto do titular direto, resultante do incumprimento por parte deste das suas obrigações contratuais, ou, nos casos limites, da sua insolvência (R. GOODE, "The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities", pp. 117-118; SCHWARCZ/BENJAMIN, "Intermediary risk in the indirect holding system for securities", p. 314).

¹³⁴⁴ Suscitam o problema, por exemplo, SCHWARCZ/BENJAMIN, "Intermediary risk in the indirect holding system for securities", pp. 314-315. Para além dos problemas respeitantes ao direito interno, são também debatidas na literatura jurídica britânica as dificuldades relacionadas com a determinação da lei aplicável; cf., por exemplo, BENJAMIN, *Financial Law*, pp. 428 ss.; GULLIFER, "Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation", pp. 4 ss.

¹³⁴⁵ A chamada *certainly of object* (THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 95) — cf. §3.3.

¹³⁴⁶ Cf., por exemplo, G. MOSS, "Intermediated Securities: Issues Arising from Insolvency", pp. 61 ss.

¹³⁴⁷ Assim, designadamente, MCFARLANE/STEVENS, "Interests in Securities", pp. 33 ss. Para uma análise detalhada e recente do tema, VAN SETTEN, *The Law of Institutional Investment Management*, pp. 229 ss. É imediatamente perceptível a relevância deste problema: é que, uma vez atribuída, nos termos descritos, a *legal ownership* dos valores mobiliários ao intermediário financeiro que participa no sistema centralizado, a verificação dos pressupostos de que depende a válida constituição de um *trust* a benefício de cada investidor é decisiva na determinação da tutela conferida a estes perante terceiros. O tema será retomado adiante, a respeito da proteção que o direito inglês confere ao do investidor em situações de insolvência do intermediário financeiro (cf. §11.1).

Por outro lado, debatido na literatura inglesa é o problema — uma vez mais decorrente da prática das *pooled client accounts* — das chamadas *shortfalls*, i.e. as situações em que o intermediário financeiro *deve* mais valores mobiliários a clientes do que aqueles de que é *legal owner*¹³⁴⁸. Num cenário de insolvência, é controversa *ou* a aplicação de um critério de distribuição proporcional do património existente pelos clientes do intermediário¹³⁴⁹, *ou* antes a opção por um critério de prioridade temporal, o que favoreceria o cumprimento do direito de crédito mais antigo¹³⁵⁰. A incerteza em torno destas questões suscitadas no tráfego jurídico estão, de resto, na base de um conjunto de iniciativas de política legislativa levadas a cabo pela *Financial Markets Law Commission*, destinadas precisamente a avaliar a necessidade de prever regras específicas para as situações de *indirect ownership of securities*¹³⁵¹.

IV. O sistema americano, previsto no art. 8.º do *Uniform Commercial Code*, constitui outro caso paradigmático de *imobilização* (e *intermediação*) de valores mobiliários¹³⁵². Revisto em 1994¹³⁵³, na sequência da materialização de riscos de natureza operacional¹³⁵⁴ e

¹³⁴⁸ Sobre o problema, por exemplo, BENJAMIN, *Financial Law*, pp. 435 ss.; GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, pp. 24 ss., e “Proprietary Protection of Investors in Intermediated Securities”, pp. 245 ss.; MCFARLANE/STEVENS, “Interests in Securities”, pp. 40 ss.; G. MOSS, “Intermediated Securities: Issues Arising from Insolvency”, p. 67; e YATES/MONTAGU, *The Law of Global Custody*, pp. 35 ss.

¹³⁴⁹ Solução eminentemente pragmática que implicaria uma alocação paritária do risco de insolvência do intermediário — cf. MCFARLANE/STEVENS, “Interests in Securities”, p. 41. Também, GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, p. 25.

¹³⁵⁰ E, nessa medida, o cumprimento perante os investidores que primeiro tivessem *entregue* valores mobiliários ao intermediário financeiro. Sugerem a substituição do critério *pro rata* e a aplicação desta solução, que resultaria do regime do *tracing*, MCFARLANE/STEVENS, “Interests in Securities”, pp. 40 ss.

¹³⁵¹ Merece em particular referência o relatório “Property Interests in Investment Securities: Analysis of the Need for and Nature of Legislation relating to Property Interests in Indirectly Held Investment Securities”, disponível em www.fmlc.org. Detalhadamente sobre esta perspetiva de política legislativa no ordenamento inglês, BENJAMIN, *Financial Law*, pp. 436 ss.

¹³⁵² Na realidade, o direito americano prevê igualmente a possibilidade de emissão de valores mobiliários escriturais (*uncertificatted securities*), bem como a possibilidade de titularidade direta dos valores mobiliários, tanto escriturais como titulados. Contudo, por razões variadas, muitas delas relacionadas ainda com o peso e a influência institucional das empresas de investimento — e eloquentemente sintetizadas por FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 60 —, a generalidade das emissões de valores mobiliários (com a importante exceção da emissão de dívida pública) é ainda representada por títulos (e tipicamente títulos globais, ou *jumbo certificates*), depositados junto de depositários centrais. Para uma descrição detalhada sobre as práticas prevalecentes no mercado americano, DONALD, “The Rise and Effects of the Indirect Holding System”, pp. 1 ss.

¹³⁵³ O objetivo principal desta revisão consistiu precisamente na consagração de um quadro normativo apto a conferir segurança jurídica às práticas prevalecentes de titularidade indireta, tendo as regras previstas nesta versão revista do UCC sido transpostas de forma materialmente idêntica em todos os Estados (HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, p. 180).

jurídica associados aos fenómenos de *titularidade intermediada*, o modelo assenta na inexistência de uma relação direta entre emitente e investidor¹³⁵⁵ e, portanto, no reconhecimento a este de um *security entitlement*¹³⁵⁶. Em termos simplificados¹³⁵⁷, este sistema de *detenção indireta* pressupõe o reconhecimento da titularidade dos valores mobiliários — representados quase sempre por um título global¹³⁵⁸ — à entidade cujo nome conste do registo mantido pelo depositário central¹³⁵⁹. A ligação entre este *legal owner* e o investidor final — e portanto entre este e o valor mobiliário subjacente — é depois assegurada por um ou mais intermediários financeiros, colocados em planos sucessivos. O *security entitlement* reconhecido ao investidor agrega, por seu turno, um acervo de direitos oponíveis unicamente ao intermediário financeiro e que projeta na esfera daquele o conteúdo económico dos valores mobiliários correspondentes¹³⁶⁰. O intermediário financeiro está nestes termos obrigado a manter a paridade entre os direitos de que é titular — diretamente contra o emitente, ou contra outro intermediário de nível superior na cadeia — e os direitos que cabem ao *entitlement holder*¹³⁶¹, bem como a transferir para este todas as vantagens económicas auferidas¹³⁶². O investidor pode emitir instruções relativas à alienação ou oneração do *security entitlement*¹³⁶³, bem como ao exercício de direitos inerentes, em especial direitos de voto¹³⁶⁴.

¹³⁵⁴ Como a “*paperwork crisis*” de 1968, que conduziu à criação da *Depository Trust Company*, depositária central no qual estão depositados, de acordo com informação de 2007, cerca de 99% dos títulos emitidos (DONALD, “The Rise and Effects of the Indirect Holding System”, p. 39, nota 252). Para uma síntese breve da evolução que culminou com a revisão do art. 8 UCC, HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, pp. 173 ss.

¹³⁵⁵ Cf. UCC §8-501 — assim, ROGERS, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8”, p. 1456.

¹³⁵⁶ O texto de referência é, neste domínio, ainda o de ROGERS, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8”, pp. 1431 ss.; veja-se também, sobre o regime previsto no aludido preceito do UCC, DONALD, “The Rise and Effects of the Indirect Holding System”; MOONEY, “Beyond Negotiability”, pp. 413 ss.; BJERRE/ROCKS, *The ABC of the UCC*; SCHWARCZ/BENJAMIN, “Intermediary risk in the indirect holding system for securities”, pp. 317 ss.; KAHAN/ROCK, “The hanging Chads of Corporate Voting”, pp. 1227 ss.; J. FISCH, “Securities Intermediaries”, pp. 879 ss.; entre nós, veja-se FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, pp. 60 ss.

¹³⁵⁷ Até porque, como se sabe, as especificidades do ordenamento jurídico norte-americano geram uma sobreposição de normas federais e estaduais, designadamente de direito societário. Sobre esta sobreposição, especificamente a respeito da titularidade e circulação de valores mobiliários, KAHAN/ROCK, “The hanging Chads of Corporate Voting”, p. 5.

¹³⁵⁸ Cf. CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 228.

¹³⁵⁹ Por regra, um *nominee* designado pela própria entidade depositária central; no caso da DTC, o *nominee* geralmente utilizado é a Cede&Co — cf. HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, p. 179.

¹³⁶⁰ Cf. BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 30.

¹³⁶¹ Cf. §8-504 UCC.

¹³⁶² Cf. §8-505 UCC.

¹³⁶³ Cf. §8-507 UCC.

¹³⁶⁴ Cf. §8-506 UCC.

De um prisma jurídico, é clara a distinção entre os valores mobiliários e a posição derivada de que é titular o *ultimate investor*¹³⁶⁵, que integra exclusivamente direitos incidentes sobre os valores mobiliários oponíveis ao intermediário financeiro¹³⁶⁶. A aquisição desta posição jurídica derivada não provém da esfera de um prévio titular, mas dá-se por inscrição em conta do intermediário financeiro¹³⁶⁷, que não é sequer transferível; caso um investidor pretenda dispor dos seus valores mobiliários — *rectius*, do seu *securities entitlement* —, a respetiva posição é extinta por inscrição na sua conta aberta junto do intermediário, nascendo um novo *security entitlement*, por registo em conta no mesmo ou noutro intermediário financeiro, na esfera do adquirente¹³⁶⁸. Não correspondendo, nos termos expostos, a um direito pleno e exclusivo sobre os valores mobiliários, mas antes a uma posição jurídica (derivada) autónoma¹³⁶⁹, o direito americano reconhece certas externalidades a este *security entitlement*, designadamente num cenário de insolvência do intermediário financeiro¹³⁷⁰. Ainda assim, e como já notado entre nós¹³⁷¹, precisamente por agregar direitos oponíveis por princípio *inter partes*, mas objeto de uma tutela reforçada em certas circunstâncias, não se afigura pacífica a qualificação desta figura, sendo porém apontados os *proprietary effects* que lhe são subjacentes¹³⁷². No que toca aos valores mobiliários representativos de capital, é inquestionável a diluição da relação entre acionistas e emitente, efeito que está na génese de graves problemas de agência e entropias ao nível do governo societário, tema que vem também sendo debatido na doutrina atual¹³⁷³.

¹³⁶⁵ Cf. HAENTJENS, Harmonisation of Securities Law, p. 180.

¹³⁶⁶ Cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 62, sugere a expressão “*direito indirecto sobre valores mobiliários*”.

¹³⁶⁷ Assim, ROGERS, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8”, p. 1453.

¹³⁶⁸ BJERRE/ROCKS, *The ABC of the UCC*, pp. 6 ss.

¹³⁶⁹ Um valor indireto, na sugestão de CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 230 ss.

¹³⁷⁰ Isso mesmo resulta do §8-503 UCC, nos termos do qual: «*The entitlement holder does not take credit risk of the intermediary's other business activities; that is, property held by the intermediary is not subject to the claims of the intermediary's general creditor*». Na literatura, por exemplo, SCHWARCZ/BENJAMIN, “Intermediary risk in the indirect holding system for securities”, p. 313.

¹³⁷¹ Cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, pp. 62-63.

¹³⁷² Notando a natureza *proprietary* do *security entitlement*, ROGERS, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8”, pp. 1453 ss.; SCHWARK, “Intermediary Risk in a Global Economy”, p. 1556; nos comentários oficiais ao UCC — *UCC, official comment*, p. 807 — é rejeitada a recondução desta figura ao instituto do *trust*.

¹³⁷³ Cf. DONALD, “The Rise and Effects of the Indirect Holding System”, pp. 23 ss., focando a dificuldade sentida pelas sociedades emittentes norte-americanas em identificar — e comunicar diretamente com — os investidores; KAHAN/ROCK, “The hanging Chads of Corporate Voting”, pp. 1227 ss. Sobre o tema, cf. §13.º.

V. Pela sua proximidade com o quadro normativo português, merecem referência, ainda que breve, os ordenamentos francês, espanhol e italiano, que apresentam como característica comum a consagração dos valores mobiliários escriturais enquanto forma de representação preferencial (ou mesmo imperativa), habilitando, por essa via, a implementação generalizada — ainda que não exclusiva — de modelos de titularidade assentes num vínculo direto entre emitente e investidor.

No direito francês, vigora um sistema misto¹³⁷⁴, podendo as inscrições escriturais¹³⁷⁵, que são imperativas¹³⁷⁶ e irreversíveis¹³⁷⁷, ser mantidas pelo emitente (ou por entidade por si designada), no caso de valores mobiliários nominativos, ou por intermediário financeiro, no caso de valores mobiliários ao portador¹³⁷⁸. A circulação massificada de valores mobiliários assenta, em qualquer dos casos, na manutenção de contas de valores abertas junto de intermediários financeiros, que são objeto de regulação específica¹³⁷⁹. Traço característico da relação contratual estabelecida entre o investidor e o intermediário

¹³⁷⁴ Nos termos do Article L.211-4 do *Code Monétaire et Financier* — cf., por todos, RIPERT/ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, 2, pp. 26 ss.

¹³⁷⁵ Que, segundo a doutrina, não constituem simples meio de prova, mas sim o próprio valor mobiliário — MAFFEI, “De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français”, p. 242. Esta natureza constitutiva da inscrição em conta gerou um debate acerca da natureza pessoal ou real do direito do titular da conta, sendo porém entendimento dominante, confirmado pela jurisprudência, a caracterização da inscrição em conta como um verdadeiro direito real — cf., por exemplo, ROBLLOT, “La dématérialisation des valeurs mobilières”, p. 18; mais recentemente, REYGROBELLET, “Le droit de propriété du titulaire d’instruments financiers dématérialisés”, pp. 305 ss.; e GOUTAY, “La dématérialisation de valeurs mobilières”, pp. 415 ss. Para uma síntese atual do debate, HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, pp. 108 ss.

¹³⁷⁶ Na sequência da *Loi de la modernization des activités financiers*, entrada em vigor em 1984 — cf. MAFFEI, “De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français”, pp. 237 ss. Veja-se igualmente REYGROBELLET, “Le droit de propriété du titulaire d’instruments financiers dématérialisés”, pp. 305 ss.; DABIN, “La dématérialisation et la circulation scripturale des valeurs mobilières dans le cadre des marchés financiers”, pp. 292 ss.; LE NABASQUE/REYGROBELLET, “L’inscription en compte des valeurs mobilières”, pp. 261 ss.

¹³⁷⁷ Cf. VAUPLANE/BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, pp. 38-39.

¹³⁷⁸ RIPERT/ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, 2, pp. 28-29; MAFFEI, “De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français”, pp. 237-238; LE NABASQUE/REYGROBELLET, “L’inscription en compte des valeurs mobilières”, pp. 261 ss.; HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, p. 97; entre nós, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 65.

¹³⁷⁹ Cf. *Règlement Général de l’Autorité des marchés Financiers*, que prevê a figura do *mandat de conservation* (art. 332). Sobre estes, por todos, VAUPLANE/BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, pp. 873 ss. Os intermediários financeiros, por seu turno, mantêm contas de controlo junto da central depositária (Euroclear France), abertas em seu nome e das quais consta o mesmo número de valores mobiliários que aqueles intermediários financeiros conservam por conta de clientes — cf. HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, p. 100. Estas contas servem exclusivamente uma função de controlo das quantidades de valores mobiliários em circulação (cf. MAFFEI, “De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français”, p. 247), uma das tarefas fundamentais da central depositária (cf. RIPERT/ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, 2, pp. 42 ss.). A relevância destas contas de controlo é porém grande, designadamente se — por exemplo num cenário de insolvência — delas resultar um número de valores mobiliários inferior à soma dos valores mobiliários creditados a favor de clientes do intermediário financeiro; neste cenário, prevalece a conta de controlo aberta junto do *Euroclear France* (cf. VAUPLANE/BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, p. 1039, autores que notam ainda que aquela insuficiência deverá ser partilhada *pro rata* entre os investidores — pp. 1042 ss.).

financeiro responsável pela *conservação* das contas — cuja qualificação dogmática é amplamente debatida na doutrina¹³⁸⁰ — é a manutenção da titularidade dos valores mobiliários na esfera daquele. Prefigura-se uma relação contratual com elementos típicos do mandato, do depósito regular e do depósito irregular¹³⁸¹, não pressupondo, todavia, a transferência da titularidade sobre os valores mobiliários para o intermediário financeiro (e custodiante¹³⁸²). Em consequência, num cenário de insolvência do intermediário financeiro, a posição jurídica dos titulares dos valores mobiliários não é afetada¹³⁸³. Esta possibilidade de manutenção de um vínculo direto entre investidor e emitente, sendo o intermediário financeiro — cuja intervenção é ainda assim indispensável — remetido por norma a uma posição de mero custodiante, não eliminou todos os fenómenos de *titularidade intermediada* em cadeia. Por exemplo para investidores não domiciliados em França, a lei prevê a possibilidade de o intermediário inscrever os valores mobiliários em conta aberta em seu nome — que pode até ser uma conta *omnibus*¹³⁸⁴. Existem depois no tráfego outras manifestações destas cadeias de titularidade, padronizadas a partir da experiência de outros ordenamentos, em que o intermediário financeiro titular da conta em que se encontram inscritos os valores mobiliários atua em nome próprio, mas por conta ou de clientes ou de outros intermediários financeiros¹³⁸⁵.

O direito espanhol, por seu turno, prevê, lado a lado, a representação titulada e a representação escritural dos valores mobiliários, sendo a última imposta para os valores negociados em mercado¹³⁸⁶. Neste quadro, o sistema centralizado de registo¹³⁸⁷ assenta em

¹³⁸⁰ Cf. AUCKENTHALER, *Droit des Marchés de Capitaux*, p. 19; REYGROBELLET, “Le droit de propriété du titulaire d’instruments financiers dématérialisés”, pp. 305 ss.; VAUPLANE/BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, pp. 875 ss.; RIPERT/ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, 2, pp. 29 ss.; para um resumo da discussão, HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, pp. 105 ss.

¹³⁸¹ Assim, por exemplo, VAUPLANE/BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, p. 877.

¹³⁸² Cf. MAFFEI, “De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français”, p. 244; para uma síntese atual do debate,

¹³⁸³ RIPERT/ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, 2, p. 37.

¹³⁸⁴ Cf. art. L-228-1/7 *Code du Commerce*; chama a atenção para esta cedência parcial ao sistema de detenção indireta, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 66.

¹³⁸⁵ Cf. DRUMMOND, “Les titres intermédiés”, pp. 435 ss., e “Intermediated securities”, pp. 147 ss. Refere estas situações, também, MAFFEI, “De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français”, p. 247, notando que apenas o intermediário de primeiro nível é titular de um direito real sobre os valores mobiliários, constituindo as demais meras contas-espelho.

¹³⁸⁶ Cf. art. 51 e 52 da *Ley de Sociedades Anónimas* 2 art. 5-12 da *Ley del Mercado de Valores*. Veja-se, por todos, os textos de referência de GARCÍA DE DUEÑAS, *Valores mobiliários anotados en cuenta*; ESPINA, *Las anotaciones en cuenta*; e PAZ-ARES, “La desincorporación de los títulos-valor”, pp. 81 ss. Atualmente, a grande maioria dos valores mobiliários em circulação no ordenamento espanhol seguem a forma de representação escritural — cf. GARCIMARTÍN, “The UNIDROIT Project on Intermediated Securities”, pp. 5-6.

dois níveis distintos de contas (*doble escalón*)¹³⁸⁸, que servem propósitos e funções distintas¹³⁸⁹: num primeiro plano, as contas de titularidade, abertas junto de intermediários financeiros (diretamente) pelos investidores, nas quais são inscritas os tipos e quantidades de valores mobiliários; noutro plano, as contas abertas junto da entidade gestora — a *Iberclear* — pelos intermediários financeiros participantes no sistema, que servem simultaneamente uma função constitutiva da emissão¹³⁹⁰ e uma função de controlo, agregando a totalidade dos valores mobiliários registados junto destes, seja em nome de clientes, seja constantes da carteira própria¹³⁹¹. Sem prejuízo da necessária intervenção de um intermediário e da entidade gestora do sistema, a lei espanhola garante assim um *vínculo direto* entre emitente e o titular daquela conta individualizada¹³⁹², que é, para os devidos efeitos legais, o titular pleno da situação jurídica representada no valor mobiliário, tutelado face a terceiros designadamente num cenário de insolvência do intermediário financeiro¹³⁹³. Nem à entidade gestora do sistema centralizado, nem aos intermediários financeiros que nele participam são, em harmonia, reconhecidos quaisquer *direitos proprietários* sobre os valores anotados em conta, atuando estes como entidades de controlo e custódia¹³⁹⁴. Por seu turno, a *reserva de denominación* contribui para preservar a *unidade*

¹³⁸⁷ Os valores mobiliários não integrados em sistema centralizado, que correspondem essencialmente ao valores escriturais não negociados em mercado organizado, são objeto de registo num único intermediário financeiro — cf. arts. 45 ss. do Decreto Real 116/1992, sobre *Representación de Valores por Medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación de Operaciones Bursátiles* (“Decreto Real 116/1992”).

¹³⁸⁸ CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 49; PÉREZ DE LA CRUZ, “Valores representados mediante anotaciones en cuenta”, pp. 880 ss.

¹³⁸⁹ Cf. arts. 29 ss. do Decreto Real 116/1992.

¹³⁹⁰ *I.e.* a válida emissão de valores mobiliários depende de inscrição em conta junto da entidade gestora do sistema centralizado, valendo no direito espanhol a chamada *reserva de denominación*, que impõe que a expressão *valores anotados en cuenta* pode apenas ser utilizada para se referir aos valores mobiliários objeto de inscrição em conta de emissão junto daquele CSD (cf. art. 5.º do Decreto Real 116/1992). Esta regra tem importantes consequências nas cadeias de intermediação, uma vez que impede a qualificação dos direitos inscritos em contas de sub-intermediários como verdadeiros valores mobiliários — J. RECALDE, “Los valores negociables”, p. 301; GARCIMARTÍN, “The UNIDROIT Project on Intermediated Securities”, p. 12.

¹³⁹¹ As quantidades inscritas nestas contas de controlo devem corresponder à soma dos valores mobiliários inscritos nas contas de titularidade abertas junto de cada intermediário financeiro — para uma descrição detalhada do sistema de contas, ESPINA, *Las anotaciones en cuenta*, pp. 335 ss. De acordo com as regras de funcionamento do sistema, os riscos de *shortfalls* são mitigados através da proibição de o intermediário financeiro creditar valores em conta de um cliente sem que previamente tenha assegurado que uma quantidade equivalente foi já inscrita na sua conta de controlo aberta junto da *Iberclear* — cf. GARCIMARTÍN, “The UNIDROIT Project on Intermediated Securities”, p. 14. Assinala esta perfeita equivalência em que assenta os dois níveis do sistema de registo, que funcionam como um *registro único*, GÓMEZ-SANCHA, “Situación Actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro, compensación e liquidación de valores”, p. 144.

¹³⁹² GARCÍA DE DUEÑAS, “Valores mobiliários”, pp. 98 ss.; GÓMEZ-SANCHA, “Indirect holding”, p. 42.

¹³⁹³ Por todos, SANTILLÁN, “Cuentas ómnibus y regimen de separación del art. 80 LC”, pp. 215 ss.

¹³⁹⁴ GARCIMARTÍN, “The UNIDROIT Project on Intermediated Securities”, p. 13; GÓMEZ-SANCHA, “Indirect holding”, p. 43. A relação contratual estabelecida entre o intermediário financeiro e o titular da conta de valores

do modelo vigente¹³⁹⁵, reservando aquela relação direta com o emitente para os valores anotados em conta aberta junto do intermediário financeiro que assegura a ligação ao sistema centralizado¹³⁹⁶.

Contudo, e confirmando uma tendência comum a outros ordenamentos, o sistema descrito, não obstante a inequívoca pretensão de aplicação generalizada, não esgota os modos de titularidade e circulação de valores mobiliários escriturais no mercado espanhol, deixando ainda espaço para fenómenos de intermediação que, afinal, acabam por interferir na pretendida manutenção de um vínculo direto entre emitente e *ultimate investor*. É desde logo a lei que, para o caso dos valores mobiliários *extrangeiros* que se encontrem admitidos em mercado regulamentado, prevê um regime especial, assente, precisamente, numa cadeia de intermediação (transfronteiriça)¹³⁹⁷. Mas, para além deste regime especial, está também generalizado o recurso a modelos de intermediação assentes na utilização de *contas omnibus* — que, de resto, foi potenciada pela transposição da DMIF mesmo para a circulação de valores mobiliários domésticos — e que resultam no reconhecimento ao intermediário financeiro do vínculo direto com o emitente, reservando para o investidor uma relação apenas indireta¹³⁹⁸.

Por fim, em Itália, a lei impõe desde 1998¹³⁹⁹ a representação escritural dos valores mobiliários destinados a ser negociados em mercado regulamentado ou disseminados pelo público, permanecendo facultativa para os restantes¹⁴⁰⁰. Os valores mobiliários são

assenta, nesta medida, no esquema típico do contrato de depósito regular — cf. JAVIER CORTÉS, “El Mercado de valores: operaciones y contratos”, p. 760.

¹³⁹⁵ Cf. SANCHÉS ANDRÉS, “Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la Representación de Valores por medio de anotaciones en cuenta”, pp. 720 ss.

¹³⁹⁶ CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 51-52, sobre as razões que estiveram na base da consagração deste modelo, marcadamente relacionadas com preocupações de proteção do mercado e do investidor.

¹³⁹⁷ Para uma descrição detalhada deste regime especial e de outras situações — mesmo puramente domésticas — caracterizadas pela sobreposição de intermediários financeiros na cadeia de titularidade, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 241 ss.

¹³⁹⁸ A valência de um sistema de titularidade direta, nos termos descritos, impede a qualificação como acionistas dos investidores que estejam no final destas cadeias de intermediação, e não inscritos na conta de titularidade reconhecida no âmbito do sistema. Uma descrição atual destes fenómenos do tráfego, GÓMEZ-SANCHA, “Indirect holdings of securities”, pp. 32 ss. (especialmente, pp. 50 ss.); SANTILLÁN, “Cuentas ómnibus y regimen de separación del art. 80 LC”, pp. 215 ss. Este cenário, em parte fruto da dinâmica própria do tráfego, noutra parte objeto já de acolhimento na lei, conduziu alguma doutrina a notar a vigência em Espanha de um sistema misto, em que lado a lado coexistem modelos de titularidade direta e indireta — assim, por exemplo, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 53.

¹³⁹⁹ Na sequência da entrada em vigor do chamado decreto Eurosif (cf., por todos, CARMIGNANI, “La gestione accentrata di strumenti finanziari”, pp. 469 ss.).

¹⁴⁰⁰ Assim, SCIARRA, “Gestione accentrata di strumenti finanziari”, pp. 209-210.

custodiados junto de entidades financeiras — o que é obrigatório para os valores cotados —, que ficam responsáveis pela sua *gestione accentrata*¹⁴⁰¹. O *affidamento* dos valores mobiliários segue o regime misto composto por regras aplicáveis ao depósito regular e ao mandato¹⁴⁰², o que significa que a titularidade dos valores mobiliários não é, por norma, transferida para a entidade custodiante, não integrando o respetivo património¹⁴⁰³. Tipicamente, o investidor não tem uma relação direta com a entidade custodiante central, relação esta que é assegurada por um ou mais intermediários financeiros¹⁴⁰⁴. Concretiza-se o que alguma doutrina chama de «*dupla contabilização*», uma vez que a circulação dos valores mobiliários depende de pelo menos dois registos: uma conta aberta junto do intermediário financeiro, e outra junto da entidade responsável pela custódia central. De um prisma funcional, porém, estas contas servem propósitos distintos, só a primeira conferindo a titularidade dos valores mobiliários¹⁴⁰⁵. É nestes termos edificado um sistema que habilita a *titularidade direta* de valores mobiliários, quando a conta aberta junto do intermediário financeiro se encontra titulada em nome do investidor, caso em que se estabelece uma relação jurídica direta entre esse investidor e a sociedade emitente. Não surpreende, todavia, que também no mercado mobiliário transalpino a prática tenha dado origem a fenómenos de titularidade indireta¹⁴⁰⁶. Em grande medida como forma de canalizar o investimento estrangeiro em ações sujeitas à referida *gestione accentrata*, mas também de aproveitar as vantagens propiciadas pelas práticas de *securities pooling*, estas situações assentam quase sempre no recurso a contas *omnibus* e pressupõem a criação de uma relação de tipo fiduciário entre intermediário financeiro registado e o investidor final¹⁴⁰⁷.

¹⁴⁰¹ *I.e.*, a prestação de serviços de registo e depósito e, nalguns casos, também de administração dos valores mobiliários — cf., por todos, MOLLE/DESIDERIO, *Manuale di Diritto Bancário e dell'Intermediazione Finanziaria*, pp. 211 ss.; P. BONTENPI, *Diritto Bancario Finanziario*, pp. 482 ss.

¹⁴⁰² Cf. MOLLE/DESIDERIO, *Manuale di Diritto Bancário e dell'Intermediazione Finanziaria*, p. 212; SCIARRA, “Gestione accentrata di strumenti finanziari”, p. 210.

¹⁴⁰³ MOLLE/DESIDERIO, *Manuale di Diritto Bancário e dell'Intermediazione Finanziaria*, p. 212.

¹⁴⁰⁴ SCIARRA, “Gestione accentrata di strumenti finanziari”, p. 210.

¹⁴⁰⁵ Cf. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, p. 449.

¹⁴⁰⁶ Neste sentido, por exemplo, N. DE LUCA, “Titolarità vs. legittimazione”, p. 318.

¹⁴⁰⁷ Cf., por exemplo, M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista ed esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, pp. 15 ss.; N. DE LUCA, “Titolarità vs. legittimazione”, pp. 318 ss. Como se verá adiante (§11.1), o quadro normativo aplicável às atividades de intermediação não desconhece a relevância deste tipo de relações jurídicas, em particular no que diz respeito ao seu tratamento num cenário de insolvência do intermediário financeiro fiduciário.

8.2 *Titularidade indireta de valores mobiliários e risco de intermediação. A harmonização internacional do direito mobiliário*

I. Traço transversal aos sistemas de titularidade e circulação de valores mobiliários descritos é o fenómeno de estreita *dependência* da intermediação financeira, normativamente imposta — designadamente, em resultado de um quadro legal que atribui às instituições financeiras um papel central na custódia (centralizada ou não) de valores mobiliários —, mas promovida também por razões de eficiência, habilitando um conjunto de práticas propiciadoras da liquidez dos mercados. Todavia, de um prisma normativo, esta evolução não foi isenta de dificuldades, com inevitável impacto na segurança do tráfego. Como foi sendo sugerido ao longo da análise precedente, o crescente peso da intermediação financeira trouxe consigo um nível acentuado de *risco jurídico*, que permanece hoje bem real¹⁴⁰⁸. Mesmo nos sistemas jurídicos com mercados mais consolidados e habituados a lidar com institutos de tipo fiduciário, foi árduo o processo de adaptação a estas novas estruturas de mercado, não apenas ao nível do quadro regulatório aplicável à negociação em mercado, mas principalmente do sistema de direito privado convocado para regular as relações jurídicas que se desenvolvem nesta nova realidade¹⁴⁰⁹. Regras — como as relacionadas com a transmissão e oneração de valores mobiliários, com o exercício de direitos inerentes ou com a colisão de pretensões num cenário de insolvência — que haviam sido desenhadas

¹⁴⁰⁸ É conhecida a polissemia e ambiguidade da expressão *risco*, mesmo — ou principalmente — quando se lhe pretenda atribuir um conteúdo normativo (cf., a este respeito, P. MÚRIAS/LURDES PEREIRA, “Prestação de coisa”, pp. 4-5 e a exposição aprofundada de M. LIMA REGO, *Contrato de Seguro*, pp. 67 ss.). A própria noção de *risco jurídico*, que uso no texto, tem alcances variados, sendo utilizada, designadamente, no domínio do direito dos seguros (cf. *ult. ob. cit.*, p. 114, n. 224). Pretendo aqui atribuir-lhe um sentido bem preciso, consolidado na literatura que se vem debruçando sobre o funcionamento dos mercados hodiernos e, em particular, sobre o funcionamento do mercado mobiliário (cf., por todos, R. MCCORMICK, *Legal Risk in the Financial Markets*, pp. 95 ss.; H. PIGOTT, “Legal Risk”, pp. 3 ss.): o *risco jurídico* surge numa situação em que a lei aplicável não assegura uma solução previsível e razoável, atentos os interesses e expectativas em jogo, ou não o faz de forma direta e imediatamente perceptível. Em traços genéricos, que são concretizados no texto, tal sucederá por exemplo quando uma determinada composição factual, apesar de relevante socialmente, não é objeto de regulação pela lei; quando sendo-o, não foi ainda objeto de consolidação na *praxis* jurídica — incluindo nos tribunais —; ou ainda quando os conceitos e cânones normativos se encontram desatualizados em face de uma realidade económica e de mercado em evolução — como acontece, veremos adiante, com os casos de titularidade indireta de valores mobiliários com projeção no mercado português (cf. §9.2). Existe também risco jurídico em situações que apresentem conexão com mais do que um ordenamento jurídico e em que existe incerteza na determinação aplicável, ou em que se revelam (potencialmente) incompatíveis as disposições previstas nos diferentes acervos normativos chamados a regular o caso concreto. Sobre estas diferentes vertentes do risco jurídico do tráfego mobiliário, cf. EINSELE, *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, pp. 177 ss.; S. ROGERS, “An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments”, pp. 689 ss.; e THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, pp. 7 ss.

¹⁴⁰⁹ Cf. MOONEY JR., “Practising Safer Lex”, pp. 86 ss.; THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, pp. 12 ss.

para situações jurídicas simples, envolvendo relações diretas entre emitente e investidor, ou entre alienante e adquirente, passaram a ser chamadas a regular situações jurídicas bem mais complexas, em resultado da multiplicação de intervenientes imposta pelas diversas formas de intermediação financeira e das vicissitudes ocorridas na posição jurídica do investidor¹⁴¹⁰. Em consequência, saiu prejudicada a *segurança e previsibilidade* na aplicação de regras sobre transmissão ou oneração de valores mobiliários¹⁴¹¹ ou sobre o exercício de direitos inerentes, como dificultado ficou o reconhecimento pelos regimes insolvenciais das subtilezas dos novos modelos de circulação mobiliária, de modo a impedir a recondução à massa insolvente de bens detidos por intermediários financeiros em nome próprio mas por conta de clientes¹⁴¹². Isto num cenário em que, com algumas exceções¹⁴¹³, os processos de alteração dos quadros normativos foram marcados muito mais por modificações pontuais, do que propriamente por esforços amplos de renovação conceptual e sistemática^{1414/1415}.

¹⁴¹⁰ Cf. ZÖLLNER, “Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren”, p. 249. Esta divergência é apontada, no ordenamento jurídico americano, por S. ROGERS, “An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments”, pp. 689 ss.; e, para o ordenamento inglês, por R. GOODE, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, pp. 107 ss.

¹⁴¹¹ Por exemplo, para assegurar a aplicação de regimes fundamentais como a proteção do adquirente de boa fé nas situações em que os direitos transmitidos são apenas objeto de inscrição em conta (não pública). Uma das consequências inevitáveis da substituição — ainda que mitigada — do papel sobre o registo foi a impossibilidade de — ou, pelo menos, a maior dificuldade em — continuar a aplicar aos valores mobiliários as regras relativas à transmissão de coisas móveis. Conceitos como os de *posse* ou de *entrega* deixaram de ser aplicáveis, pelo menos sem um elevado grau de *imaginação conceptual*, o que continua a colocar intrincados problemas na aplicação de regimes como o da aquisição por terceiro de boa fé — ver, por todos, EINSELE, *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, pp. 71 ss. e 177 ss. Outro exemplo assinalado na literatura prende-se com a dificuldade em assegurar, num tráfego mobiliário dotado de maior complexidade, a oponibilidade a terceiros de negócios constitutivos de garantias sobre valores mobiliários.

¹⁴¹² Assinalando estes risco de intermediação, que assim acresce ao puro *risco de investimento*, R. GOODE, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, p. 117.

¹⁴¹³ Nalguns ordenamentos jurídicos esta procura de solução para o desfasamento entre as regras de direito privado aplicáveis à circulação de valores mobiliários e as estruturas do mercado conduziu a reformas legislativas amplas, que simplesmente concretizaram a introdução de novos conceitos e institutos jurídicos supostamente aptos a lidar com os desenvolvimentos do mercado e dos seus usos predominantes; assim sucede, por exemplo, na Bélgica e no Luxemburgo (cf. HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, pp.57 ss.).

¹⁴¹⁴ Isto mesmo é comprovado, como notam E. SPINK/M. A. PARE, “The Uniform Securities Transfer Act”, pp. 331 ss., pelo número e diversidade de iniciativas, de nível nacional e internacional, criadas especificamente para refletir sobre o alcance deste *risco jurídico*. A estas serão dedicadas algumas linhas já de seguida.

¹⁴¹⁵ As evoluções do tráfego mobiliário de que venho dando conta no texto tiveram, de resto, reflexo nas construções dogmáticas em torno da própria natureza jurídica dos (direitos sobre) valores mobiliários. A progressiva substituição da representação em papel pelos registos escriturais tornou cada vez mais difícil manter a categoria dos valores mobiliários no quadro estrito dos direitos reais, até porque conceitos fulcrais como os de *posse*, *fruição* ou *perecimento* — que haviam sido formulados para objetos corpóreos — deixaram de, pelo menos sem um elevado grau de abstração, poder ser sem mais aplicáveis a realidades intangíveis e *meramente categoriais* (cf. M. GALVÃO TELLES, “Fungibilidade de Valores Mobiliários”, pp. 165 ss.). Permanecem centrais as vozes que, na doutrina, apontam a recondução dos valores mobiliários à categoria mais ampla dos títulos de crédito (cf., por todos, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 107 ss.); é porém também inequívoco que a aptidão para circulação em massa dos valores mobiliários, associada à diferente

Neste quadro de *complexificação* das estruturas do mercado e dos modelos de circulação de valores mobiliários, a descrita incontornabilidade dos intermediários financeiros levou a doutrina a identificar — e autonomizar dogmaticamente — o chamado *risco de intermediação* (*intermediary risk*¹⁴¹⁶), que é em simultâneo consequência e catalisador do assinalado *risco jurídico* que paira sobre o tráfego mobiliário. Este risco de intermediação encontra o seu fundamento no perigo de incumprimento, pelos intermediários financeiros, dos deveres (legais, regulamentares e contratuais) a que se encontram adstritos, bem como na eventualidade de aqueles serem financeiramente incapazes de respeitar os compromissos assumidos perante emitentes, investidores e outros intermediários financeiros, no limite num cenário de insolvência¹⁴¹⁷. Ao lado e distinto do estrito *risco de investimento*, associado num primeiro plano à condição económica e financeira (presente e prospetiva) da sociedade emitente dos valores mobiliários, mas

estrutura documental que os registos em conta denotam quando comparados com os títulos de crédito, mitigam a estreita dependência entre uma e outra categoria, que tenderá a reduzir-se. Alguns autores, movendo-se para o outro extremo da dicotomia que opõe direitos reais e direitos de crédito, tentaram uma construção alternativa, tomando os direitos de crédito como quadro de referência e rejeitando que os valores mobiliários confirmam ao seu titular um efetivo direito *in rem* — é essa, por exemplo, a construção, proeminente no ordenamento alemão, de EINSELE, *Wertpapierrecht als Schuldrecht*; bem como, escrevendo a respeito do direito inglês, a de PRETTO-SAKMANN, *Boundaries of Personal Property*, pp. 106 ss. e *passim*. Também aqui, todavia, as dificuldades são evidentes; o conteúdo complexo dos valores mobiliários, que imputam na esfera do respetivo titular um acervo mais ou menos variado de direitos e obrigações, não parece poder com facilidade ser apreendido por referência à ideia de *poder de aproveitamento de uma prestação*, ao mesmo tempo que, seguida esta via, é também ignorada a vocação de oponibilidade *erga omnes* da posição de titular de valores mobiliários, que contende seriamente com a relatividade (estrutural) dos direitos de crédito. A direção certa parece na verdade outra; uma que, abdicando de, a todo o custo, reconduzir a titularidade de valores mobiliários *ou* a uma posição real *ou* a uma posição de credor, aceite a natureza *sui generis* daquela titularidade, que resulta em primeiro plano da natureza peculiar — porque intangível, incorpórea — do seu objeto. Vai neste sentido a construção de M. LEHMAN, *Finanzinstrumente*, pp. 281 ss. Partindo justamente da demonstração da obsolescência de uma dicotomia estrita entre direitos reais e direitos de crédito, que sendo historicamente datada se revela insusceptível de apreender e explicar todos os desenvolvimentos subsequentes da ciência jurídica, aquele autor demonstra a *inevitabilidade* do tratamento diferenciado das situações jurídicas incidentes sobre objetos patrimoniais incorpóreos (*id.*, pp. 228 ss.); enquanto paradigma deste novo quadro, os valores mobiliários constituiriam uma nova figura jurídica (*neuen Rechtsfigur*) que, por não incidir nem sobre uma coisa corpórea, nem sobre uma prestação, romperia a natureza exclusiva daquela dicotomia clássica (*id.*, pp. 283 ss.), afirmando-se como posição subjetiva *sui generis*, descrita por referência a caracteres próprios — patrimonialidade, aptidão para circular em massa, fungibilidade, etc. (*id.*, pp. 304 ss.) —, sujeita a uma tipologia — por regra fechada — também própria (*id.*, pp. 321 ss.) e regida por um acervo de normas que, colhendo do quadro dogmático dos direitos reais, e dos direitos de crédito, denota manifesta autonomia (*id.*, pp. 388 ss.).

¹⁴¹⁶ Cf. SCHWARCZ/BENJAMIN, “Intermediary risk in the indirect holding system for securities”, p. 309; também MOONEY, “Beyond negotiability”, p. 413; ROGERS, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8”, p. 1450. Como é reconhecido na doutrina, este fenómeno tem também efeitos perversos ao nível do governo societário do emitente dos valores mobiliários, complicando o exercício de direitos pelos acionistas e a consequente capacidade de monitorizar de forma eficaz a gestão; assim, por exemplo, DONALD, “The Rise and Effects of the Indirect Holding System”, pp. 23 ss.; KAHAN/ROCK, “The hanging Chads of Corporate Voting”, pp. 1227 ss.; na literatura espanhola, GÓMEZ-SANCHA, “Indirect Holdings”, pp. 32 ss. Genericamente sobre o conceito de risco sistémico, com enfoque no mercado de capitais, Cf. SCHWARCZ, “Systemic Risk”, pp. 193 ss.

¹⁴¹⁷ E. JOHANSSON, *Property Rights in Investment Securities*, pp. 43 ss.

dependente também da situação geral dos mercados em que estes instrumentos são negociados, emergiu o *risco de intermediação*, materializado na suscetibilidade de prejuízo decorrente *ou* da insolvência do intermediário financeiro *ou* do incumprimento de deveres que lhe são impostos por lei ou contrato, e que acentua a relevância do risco sistémico e das consequências do «efeito dominó» decorrentes das situações de crise de um participante num mercado onde se ramificavam exponencialmente as situações de detenção indireta¹⁴¹⁸.

Neste quadro, problema fundamental é o da determinação da natureza jurídica da posição do investidor e, em especial, dos direitos que para ele resultam da *conta* aberta em seu nome junto do último intermediário da cadeia e em que se encontram *inscritos* os valores mobiliários que lhe *pertencem*¹⁴¹⁹. É aceite que, fruto da relação contratual estabelecida para a abertura e manutenção da referida conta, o investidor é quase sempre titular apenas de uma posição creditícia (ainda que reforçada) perante o intermediário financeiro; mais duvidosa é, todavia, nestas cadeias de intermediação, a caracterização dos direitos de que o investidor é titular sobre os valores mobiliários custodiados junto do *first tier intermediary*¹⁴²⁰. Relacionado com a natureza da posição jurídica do investidor no quadro destas cadeias de intermediação, surge o tema da tutela deste num cenário de insolvência do intermediário financeiro e a consequente alocação de perdas quando os valores mobiliários detidos pelo intermediário insolvente não se afigurem suficientes para cumprir os compromissos assumidos perante os clientes¹⁴²¹. Em todo o lado se reconhece que o único resultado compatível com um regular funcionamento do mercado será o *isolamento* dos valores mobiliários custodiados a título fiduciário junto do intermediário financeiro, que não deverão assim integrar a sua massa insolvente mesmo nos casos em que o intermediário insolvente tenha adquirido o respetivo *legal title*. Porém, na generalidade

¹⁴¹⁸ Cf. SCHWARCZ/BENJAMIN, “Intermediary risk in the indirect holding system for securities”, p. 309; assinalando também a relevância sistémica do chamado *risco de custódia*, que é potenciado nestas situações de sobreposição de relações de titularidade ou pertença económica de valores mobiliários, GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediário”, p. 95.

¹⁴¹⁹ Cf. GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, pp. 16 ss.

¹⁴²⁰ Nesta direção, T. FRANKEL, “The New Financial Assets”, pp. 931 ss., suscita ainda preocupações com a *transparência* para o investidor destes riscos acrescidos que são indissociáveis destes modelos de titularidade indireta, notando ser frequente que os *ultimate investors* não tenham conhecimento da real posição jurídica que lhe cabe nestas complexas cadeias de investimento. J. FISCH, “Securities Intermediaries”, pp. 879 ss., por seu turno, sublinha que o risco acrescido de conflito de interesses nestes casos em que o intermediário financeiro surge como titular formal dos patrimónios de investimento dos seus clientes.

¹⁴²¹ BENJAMIN, *Financial Law*, pp. 427 ss.; GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediário”, p. 94, autores que assinalam a impossibilidade de, em particular nas cadeias transfronteiriças, serem normativamente impostos deveres de *reconciliação* entre os registos dos diversos intermediários, dessa forma assegurando a *cobertura* integral das posições de investimento.

das ordens jurídicas e, em particular, naquelas em que o quadro normativo não foi alterado para acomodar os riscos jurídicos originados pelas cadeias de intermediação, não é claro o percurso dogmático para atingir esse resultado¹⁴²². Noutro quadrante, é tornado mais complexo e incerto o exercício de direitos inerentes aos valores mobiliários *intermediados*, assumindo particular relevância o exercício de direitos de voto¹⁴²³.

II. A multiplicidade de reações ao *paperwork crunch*, bem comprovada pela incursão por alguns direitos estrangeiros, obrigou a doutrina, em particular num plano juscomparativo, a procurar uma *arrumação* sistemática dos diversos modelos de titularidade de valores mobiliários. Este objetivo conduziu a uma distinção fundamental, útil para apreender as subtilidades que separam os modelos vigentes em cada ordem jurídica — ainda que correndo riscos de excessiva simplificação¹⁴²⁴ — e que talvez se afigure hoje mais relevante do que aquela que contrapõe os valores mobiliários escriturais aos titulados¹⁴²⁵: trata-se da distinção, que depois deste percurso não constitui já novidade, entre os sistemas de *titularidade direta* e os de *titularidade indireta* de valores mobiliários¹⁴²⁶.

Na verdade, esta dicotomia não surge sempre assente em critérios unívocos, convivendo na literatura diferentes critérios para reconduzir um sistema jurídico particular *ou* a um modelo de titularidade direta, *ou* a um modelo de titularidade indireta de valores

¹⁴²² Esta tutela do investidor no cenário de insolvência do intermediário financeiro, mesmo quando reconhecida como princípio, desdobra-se depois em problemas particulares, uma vez mais suscitados pelos usos predominantes no tráfego, designadamente a utilização das referidas contas *omnibus* e as práticas de *reuse of financial collateral* — a alienação temporária de valores mobiliários detidos por intermediários financeiros ao abrigo de contratos de garantia; sobre o fenómeno, E. JOHANSSON, *Property Rights in Investment Securities*, pp. 15 ss., e, mais detalhadamente, pp. 55 ss.

¹⁴²³ A estas questões acrescem depois, nos casos — frequentes — em que as cadeias de intermediação apresentam conexão com mais do que um ordenamento, os problemas relacionados, já numa perspetiva de direito internacional privado, seja com a compatibilização das soluções adotadas nos diferentes ordenamentos com conexão relevante, que podem ainda não estar adaptadas ao novo contexto operacional e tecnológico em que assentam os mercados, seja com a determinação da lei aplicável (cf. GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, pp. 5 ss.).

¹⁴²⁴ Aponta esta crítica à dicotomia referida no texto, GÓMEZ-SANCHA, “Indirect holdings”, p. 38.

¹⁴²⁵ FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 64.

¹⁴²⁶ Sobre esta contraposição, vejam-se os textos de referência de SCHWARCZ, “Intermediary risk in a global economy”, pp. 1541 ss.; BENJAMIN, *Interests in securities*, pp. 23 ss.; e SCHWARCZ/BENJAMIN, “Intermediary risk in the indirect holding system for securities”, pp. 310 ss.; mais recentes, vejam-se também os textos de GULLIFER, “The proprietary protection of investors in Intermediated Securities”, pp. 223 ss.; VAN SETTEN, *The Law of Institutional Investment Management*, pp. 220 ss.; e THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, pp. 19 ss.; entre nós, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, pp. 63 ss. Na doutrina espanhola, veja-se a recente monografia de CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 43 ss.; e GÓMEZ-SANCHA, “Indirect holdings”, pp. 39 ss.

mobiliários¹⁴²⁷. Para alguns autores, os modelos de titularidade direta assentam necessariamente num sistema de registo *mononível*, em que a conta de titularidade se encontra aberta junto ou diretamente do emitente (ou um seu representante) ou de um intermediário financeiro que participa no sistema centralizado de controlo¹⁴²⁸. Mais do que na imputação da titularidade, este critério assenta de forma decisiva na possibilidade de o investidor poder exercer de forma direta os seus direitos perante o emitente (e terceiros), o que é permitido precisamente pela existência de apenas um nível de registo¹⁴²⁹. Para outros autores, talvez a maioria, o traço diferenciador entre um e outro modelo é a existência — ou, pelo menos, a possibilidade de constituição — de uma relação jurídica direta entre emitente dos valores mobiliários e investidor. Uma tal relação seria característica dos sistemas de titularidade direta¹⁴³⁰, assim não se passando nos sistemas de titularidade indireta, onde seria já imperativa a intervenção, na própria cadeia de titularidade, de um intermediário financeiro¹⁴³¹. Segundo este entendimento, que parece de acolher, é acentuado o impacto substancial na natureza da posição jurídica do investidor daquela interposição do intermediário financeiro na cadeia de titularidade¹⁴³².

¹⁴²⁷ CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 44.

¹⁴²⁸ No direito espanhol, GÓMEZ-SANCHA, “Situación Actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registo, compensación e liquidación de valores”, pp. 144-145. Entre nós, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 64, que, para os valores mobiliários escriturais, entende que a detenção direta “exige sempre um registo de titularidade, que, conforme os modelos adotados, se efectua junto da entidade emitente (ou de um seu representante) ou junto de um intermediário financeiro”. Decisivo é, para o autor, que o investidor possa “invocar e exercer directamente os seus direitos perante o emitente ou qualquer terceiro”.

¹⁴²⁹ De acordo com este critério, serão de *titularidade direta* os modelos espanhol ou o francês (e o português, como se verá de seguida), mas já não, por exemplo, o alemão, que, apesar de reconhecer ao investidor uma posição de contitularidade dos valores mobiliários em sistema de depósito centralizado, assenta numa cadeia complexa de intermediação, que distancia investidor e emitente. Parece ser esta a posição de FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, pp. 64 ss., o que conduz o autor a enquadrar o sistema germânico nos modelos de titularidade indireta, sem prejuízo do reconhecimento, naquele modelo, de um direito pleno e exclusivo sobre os valores mobiliários objeto de depósito coletivo.

¹⁴³⁰ Servindo por isso a (necessária) interposição dos intermediários financeiros, essencialmente, uma função operacional (relacionada com a guarda e gestão *burocrática* dos valores mobiliários), sem impactos substantivos no vínculo que une investidor e emitente, oponível tanto a este como a terceiros; nestes termos, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 44.

¹⁴³¹ Neste sentido, por exemplo, THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, pp. 22 ss.

¹⁴³² Assim, serão de titularidade direta aqueles sistemas em que os intermediários financeiros atuam como meros depositários ou possuidores, com uma posição instrumental para o reconhecimento da titularidade do investidor e o exercício dos direitos a ela inerentes (cf. THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, p. 22). Já os modelos de titularidade indireta, pelo contrário, assentariam na inevitabilidade de atribuição da titularidade ao primeiro intermediário financeiro da cadeia, reconhecendo em consequência ao investidor um direito de outra natureza, derivado da posição daquele primeiro intermediário ou de outros que se interponham na cadeia (cf. BENJAMIN, *Interests in securities*, p. 26; MICHELER, *Property in securities*, p. 119; SCHWARCZ, “Intermediary risk in a Global Economy”, pp. 1548 ss.). De acordo com este entendimento, os sistemas espanhol, francês e italiano (como o português) permanecem caracterizados como sendo de titularidade direta, o mesmo sucedendo, agora, também com o modelo alemão do *Girosammelverwahrung*; mesmo as situações de depósito coletivo, em que a

A um e a outro modelo de titularidade de valores mobiliários são atribuídas vantagens e desvantagens¹⁴³³. É dito que o modelo de titularidade indireta, em particular quando associado às *contas globais* ou *omnibus*, por permitir agregar nos níveis superiores da cadeia os valores mobiliários disseminados pelos investidores, torna possível a redução dos custos de transação, limitando as operações com impacto externo e consequentemente as verdadeiras inscrições registais, que sucedem apenas ao nível dos intervenientes da operação, permanecendo imutáveis os registos nos patamares superiores da cadeia¹⁴³⁴. Além disso, estes modelos favorecem o funcionamento dos sistemas de liquidação e compensação de valores mobiliários, contribuindo para diminuir os riscos de liquidez e de incumprimento¹⁴³⁵. Diz-se dos modelos de titularidade direta, por seu turno, que, *privilegiando a certeza jurídica sobre a flexibilidade operacional*¹⁴³⁶, oferecem maior segurança na imputação da titularidade dos valores mobiliários aos investidores finais¹⁴³⁷,

fungibilidade dos valores mobiliários modifica a natureza da posição dos investidores, que passa a ser qualificada como de contitularidade do acervo global, mas em que não se concretiza uma transmissão da titularidade para o intermediário, seriam reconduzíveis ao modelo de titularidade direta.

¹⁴³³ Na verdade, a estas duas construções, pode ainda ser acrescentada uma terceira, que assenta num conceito ainda mais restritivo de titularidade direta, reservando-o para os sistemas em que o investidor é titular de uma conta aberta junto da entidade gestora do sistema centralizado (refere estes sistemas GÓMEZ-SANCHEZ, “Indirect Holding”, p. 40). Assim sucede, por exemplo, nos ordenamentos nórdicos (AFRELL/WALLIN-NORMAN, “Direct or indirect holdings: a Nordic Perspective”, pp. 277 ss.) ou no ordenamento chinês (DONG/HAN, “How Law Reform Enhances trading on the Chinese Capital Market”, pp. 225 ss.). Interessa ainda notar que, de entre os sistemas de titularidade direta de valores mobiliários, há também que distinguir entre os transparentes e os não transparentes, consoante, mesmo surgindo uma cadeia de intermediação, a identificação do titular é sempre possível no nível mais alto dessa cadeia, designadamente junto da entidade gestora do sistema centralizado. Assim, os modelos francês e alemão, por exemplo, não são sistemas transparentes, ao passo que o modelo espanhol já o será, precisamente por ser possível à Iberclear a identificação dos titulares das *contas de detalhe* abertas junto dos intermediários financeiros (CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 44-45; GÓMEZ-SANCHA, “Indirect Holding”, p. 38). Nos modelos de titularidade indireta, por seu turno, a identificação do investidor final só é conhecida pelo intermediário financeiro junto de quem está aberta a conta de valores, e não dos sucessivos intermediários que se interpõem na cadeia até ao emitente (por todos, THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, p. 21).

¹⁴³⁴ Cf. ROGERS, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8”, pp. 1437 ss.; SCHWARCZ/BENJAMIN, “Intermediary risk in the indirect holding system for securities”, p. 312. São nestes termos facilitados os processos de liquidação de transações, permitindo a execução em quantidades líquidas entre os clientes de um mesmo intermediário financeiro (cf. GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, p. 3, e “Proprietary Protection of Investors in Intermediated Securities”, p. 224). O emitente, ou a entidade gestora do sistema centralizado, são portanto indiferentes a *transmissões* de valores mobiliários ocorridas no último nível da cadeia, uma vez que estas não pressupõem uma alteração dos registos de titularidade (THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, p. 25).

¹⁴³⁵ Assim, BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 201; ROGERS, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8”, pp. 1437 ss.; SCHWARCZ/BENJAMIN, “Intermediary risk in the indirect holding system for securities”, p. 312. Na literatura espanhola, PAZ-ARES/GARCIMARTÍN, “Conflitos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros”, pp. 1492 ss.

¹⁴³⁶ CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 50.

¹⁴³⁷ Suscitando dúvidas quanto à *clareza jurídica* dos sistemas de detenção indireta, concluindo porém que “em situações de normalidade, os dois modelos se equivalem em termos de eficiência e segurança”, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 69.

contribuindo, por essa via, para uma mais acentuada mitigação — ainda que não uma total eliminação — do risco de intermediação, designadamente o relacionado com o incumprimento dos deveres a que se encontram vinculados os intermediários participantes ou com os efeitos da sua insolvência¹⁴³⁸. Além disso, diz-se, estes sistemas facilitariam o exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários¹⁴³⁹.

A realidade que se vem descrevendo está ainda, de um prisma normativo, muito pouco sedimentada. Num quadro de intensa volatilidade das práticas prevaletentes no tráfego e das leis que lhes são aplicáveis, é pouco aconselhável avançar um quadro dogmático definitivo. Ainda assim, aceitando aquela distinção fundamental, entendo que o critério diferenciador mais útil, de um prisma jurídico, parece ser o do impacto na *titularidade* dos valores mobiliários; mais do que a estrutura operacional das cadeias de intermediação, é aquele efeito de *ingerência* na cadeia de titularidade que, na realidade, permite identificar os problemas paradigmáticos que são suscitados no tráfego e, por essa via, distinguir os níveis de risco a que se encontra exposto o investidor num e noutro modelo. É todavia também inequívoco que a contraposição entre os modelos de titularidade direta e indireta não pode assumir uma função normativa mutuamente exclusiva¹⁴⁴⁰. Entre aqueles modelos desenvolve-se, pelo contrário, uma verdadeira relação de complementaridade, podendo surgir manifestações de um e outro num mesmo sistema jurídico, aptos a prosseguir diferentes funções e objetivos¹⁴⁴¹. Promovida pela lei ou simplesmente resultado das práticas do tráfego, esta coexistência surge como uma manifestação da influência decisiva das práticas prevaletentes nos mercados de maior

¹⁴³⁸ Esta vantagem da titularidade direta de valores mobiliários num cenário de insolvência do intermediário financeiro é ainda mais evidente naqueles casos — como os direitos espanhol ou o francês — em que o recurso a modelos de titularidade indireta não surge enquadrado na lei, mas antes como realidade pré-normativa exclusivamente decorrente das práticas do tráfego.

¹⁴³⁹ Isso mesmo é apontado, por exemplo, por FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 70. Estudos recentes de DONALD, “The Rise and Effects of the Indirect Holding System”, pp. 23 ss., e KAHAN/ROCK, “The hanging Chads of Corporate Voting”, pp. 1227 ss., concluem também que nos sistemas de titularidade indireta, e tomando o sistema americano como paradigma, é mais turbulenta e problemática a relação entre emitente e investidor final. Cf., também, ENRIQUES/HANSMANN/KRAAKMAN, “The Basic Governance Structure”, pp. 62-63. De referir que — como teremos oportunidade de aprofundar mais adiante (cf. §13.º) — as alegadas vantagens da titularidade direta no exercício de direitos vão sendo mitigadas pelo acolhimento na lei das práticas utilizadas nos modelos de titularidade indireta.

¹⁴⁴⁰ FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 66, nota que nenhum sistema jurídico adota um só modelo de detenção direta ou indireta de valores mobiliários, mas que nalguns sistemas é claro o predomínio de um ou de outro dos modelos.

¹⁴⁴¹ GÓMEZ-SANCHA, “Situación Actual”, p. 148.

dimensão, mais líquidos e portanto mais influentes, mas também como forma de aproveitar as vantagens de um e outro modelo¹⁴⁴².

III. A multiplicação de modelos de titularidade e circulação de valores mobiliários no tráfego internacional, se contribuiu para um aprofundamento da globalização dos investimentos nos mercados de capitais, aumentando a liquidez nas operações transfronteiriças, está também na base de acrescidos riscos jurídicos relacionados tanto com a determinação da lei aplicável, como com a compatibilidade entre soluções jurídicas adotadas nas diversas ordens jurídicas¹⁴⁴³. O reconhecimento disso mesmo constituiu o denominador comum de um conjunto de iniciativas normativas que — com diferentes origens e âmbitos de aplicação material — visam justamente a resolução destes riscos ou, pelo menos, a mitigação do seu impacto no regular funcionamento do mercado mobiliário. Para terminar este enquadramento introdutório, as próximas linhas pretendem descrever, de forma sumária, o alcance e as direções dessas iniciativas de harmonização.

De um prisma de direito internacional privado — que, incontornável embora, não é aquele de que aqui me ocupo em primeiro plano —, o problema primordial suscitado por esta nova realidade do mercado é o da determinação da lei aplicável ao reconhecimento de certos efeitos externos (*erga omnes*) a situações jurídicas constituídas sobre valores mobiliários (*v.g.*, transmissão, oneração, exercício de direitos inerentes). Tradicionalmente, não obstante a essência creditícia que subjaz à generalidade dos valores mobiliários, era aceite o recurso ao critério *lex situs* relativamente a valores mobiliários custodiados junto de

¹⁴⁴² É na verdade evidente que os modelos de titularidade indireta encontram a sua justificação, em grande medida, na forte influência e interesses dos intermediários financeiros, que colhem vantagens óbvias deste modelo, e não apenas a respeito dos votos dos investidores passivos (MICHELER, *Property in Securities, passim*; nas palavras de FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 70, “toda a diferença está em que os votos correspondentes aos investidores passivos, em sistemas de detenção directa, não contam e, em sistemas de detenção indirecta, contam a favor dos intermediários financeiros”. Apontando também o interesse (comercial, económico) dos intermediários financeiros — que não se prendem apenas com a possibilidade de exercício dos direitos de voto de investidores passivos, mas também com motivações comerciais e de competitividade, relacionadas com a manutenção de clientela, acesso a informação sobre acionistas de empresas cotadas, entre outras — como justificação para a generalização do modelo de titularidade indireta no mercado americano, DONALD, “The Rise and Effects of the Indirect Holding System”, pp. 62 ss.

¹⁴⁴³ Na perspetiva do risco jurídico suscitado pelos modelos de titularidade indireta de natureza transfronteiriça, cf. R. MCCORMICK, *Legal Risk in the Financial Markets*, pp. 169 ss. Notando que a eficiência e segurança do mercado, bem como a confiança que nele depositam os investidores dependem da possibilidade de identificar com certeza o direito que rege uma particular situação jurídica incidente sobre valores mobiliários, concretamente no que diz respeito à sua oponibilidade a terceiros, M. OOI, “Intermediated Securities: The choice of a Choice of Law Rule”, pp. 219 ss. Estão em causa os “*proprietary aspects*” da titularidade, custódia e circulação de valores mobiliários HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, p. 36.

intermediário financeiro, enquanto extensão da regra de conflitos de lei aplicável a bens móveis tangíveis¹⁴⁴⁴. Sucede que a disseminação de modelos de titularidade e circulação indireta de valores mobiliários, assentes em sucessivos patamares de intermediação que tipicamente têm conexão com mais do que uma ordem jurídica, tornaram pelo menos insuficiente — e no limite inadequada — uma abordagem do problema da lei aplicável assente, nos moldes tradicionais, naquele critério do *direito da localização da coisa*. Atenta a natureza intangível dos valores mobiliários, e inexistindo uma relação direta entre investidor e emitente ou mesmo entre investidor e custodiante de base, a localização dos valores mobiliários (*i.e.* a localização da conta em que se encontram registados ou depositados) deixa de servir como elemento de conexão bastante para apreender todas as questões jurídicas suscitadas pelas cadeias de intermediação transfronteiriça¹⁴⁴⁵. Constatada esta insuficiência, foram construídos na doutrina dois modelos alternativos para a resolução de conflitos de leis nestas situações de sobreposição de *contas*¹⁴⁴⁶.

De um lado, emergiu a chamada *looking-through Approach*, uma técnica que, assente ainda na determinação da lei aplicável segundo o critério *lex situs*, procura *ver à transparência* e identificar o local onde se encontram registados ou depositados os valores mobiliários, desconsiderando a cadeia de contas que a partir daí se sobrepõem até chegar ao investidor final e que, por isso, não interfere na solução do problema conflitual¹⁴⁴⁷. Segundo este método, que permite uma aplicação única do critério *lex situs*, relevante seria o direito que rege a *conta de primeiro escalão* onde se encontram depositados ou registados os valores mobiliários, o único chamado a determinar e regular a produção de efeitos reais

¹⁴⁴⁴ Cf., por exemplo, R. VERHAGEN, “Book-entry Securities and Private International Law”, pp. 112 ss. Seguindo este critério, a constituição de situações jurídicas sobre valores mobiliários (resultantes designadamente de atos de disposição ou oneração) seria regulada pela lei do local onde se encontrem aqueles valores mobiliários. Tratando-se de direitos de crédito representados num documento físico, como sucede com os valores mobiliários, era de relativa facilidade a aplicação deste critério conflitual — detalhadamente, EINSELE, *Wertpapier als Schuldrecht*, pp. 464 ss. Aliás, nem mesmo a progressiva alteração da forma de representação dos valores mobiliários, conducente à substituição do papel por registos informáticos, é por si só impeditiva da aplicação do critério *lex situs*, bastando a identificação do local em que se encontra a conta de registo de valores mobiliários relevante. Como se diz no texto, o que veio na verdade dificultar o recurso ao aludido critério foi a disseminação de modelos de titularidade indireta — cf., neste sentido, de GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediario”, p. 100.

¹⁴⁴⁵ São abundantes na literatura os esforços de demonstrar isso mesmo; por ser das mais aprofundadas, merece referência a obra de M. OOI, *Shares and Other Securities in the Conflict of Laws*, pp. 13 ss.

¹⁴⁴⁶ Para uma análise das diferentes alternativas identificadas na literatura, que serão adiante sumariamente descritas, cf. *Explanatory Report on the 2002 Hague Securities Convention*, pp. 20 ss.

¹⁴⁴⁷ Veja-se a descrição detalhada desta solução, ainda que numa perspetiva crítica, em *Explanatory Report on the Hague Convention*, p. 38.

sobre estes¹⁴⁴⁸. Resulta claro, portanto, que este método mais não faz do que transportar para o plano conflitual a própria lógica dos sistemas de titularidade direta, centrando a determinação da lei aplicável exclusivamente ao nível do primeiro registo ou depósito dos valores mobiliários e impondo a sua aplicação também nas sucessivas relações jurídicas que, nas situações de titularidade indireta, se desenvolvam a partir dela¹⁴⁴⁹. Em consequência, é desconsiderada, como elemento de conexão relevante, aquela sobreposição de contas em múltiplos níveis e situadas em diferentes ordenamentos¹⁴⁵⁰.

Justamente esta dificuldade em acomodar no descrito *modelo de transparência* o modo de funcionamento dos sistemas de titularidade indireta — tanto dos regulados na lei, como daqueles desenvolvidos fora dos quadros típicos por esta desenhados — constituiu o fundamento para a sua ampla rejeição na literatura¹⁴⁵¹, em favor do modelo alternativo

¹⁴⁴⁸ O alcance deste critério é definitivamente apreendido com o recurso a um exemplo: pense-se numa situação de titularidade indireta em que o investidor X, norte-americano, pretende adquirir ações emitidas pela sociedade de lei portuguesa Z, admitidas à negociação em mercado regulamentado e, por isso, integradas em sistema centralizado português. Segundo um padrão de mercado relativamente comum, aquelas ações Z estariam registadas numa conta de registo individualizado aberta junto de um intermediário financeiro português (A), em nome de um intermediário — por exemplo — inglês (B), que por sua vez mantém em Londres uma conta em que espelha aqueles valores mobiliários numa nova conta aberta em nome de um *Global Custodian* (C); este, por seu turno, mantém em Nova Iorque, espelhados numa conta aberta junto de si em nome de um intermediário financeiro local (D), nos livros de quem estão, por fim, refletidos aqueles valores mobiliários em conta aberta em nome do investidor X. Esta cadeia — que, insiste-se, não constitui mera hipótese académica — apresenta conexão com três ordenamento jurídicos distintos: o português, onde se situa a conta de registo individualizado aberta junto do intermediário A em nome do intermediário B; o inglês, onde se encontra a conta mantida por B e aberta em nome de C; e o do estado de Nova Iorque, onde se encontram as contas abertas em nome do intermediário local (D) e do investidor. A aplicação deste método de transparência (*looking through*) resultaria na imposição da aplicação da lei portuguesa não apenas nas relações entre A e B, mas em todas as sucessivas relações jurídicas que compõem a cadeia de intermediação. Em particular, ficariam sujeitas à lei portuguesa quer a relação entre o intermediário B e o *Global Custodian* C, materializada numa conta situada em Londres, quer a que se estabelece entre o intermediário financeiro D e o investidor final, materializada numa conta aberta em Nova Iorque.

¹⁴⁴⁹ Interessa lembrar, em todo o caso, que se trata aqui exclusivamente do problema conflitual relacionado com a lei aplicável à produção de efeitos jurídicos perante terceiros, designadamente os relacionados com atos de transmissão ou oneração dos valores mobiliários. Não são abrangidos por este modelo, nem pelo que a seguir se descreve, as questões de índole estritamente obrigacional emergentes da relação contratual entre intermediário financeiro e cliente (que por regra ficarão sujeitos à lei designada pelas partes), nem tão pouco as questões relacionadas com o conteúdo dos valores mobiliários, que, por seu turno, estão por norma sujeitas à lei pessoal do emitente. Sobre esta delimitação, ver por exemplo HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law*, pp. 36 ss.

¹⁴⁵⁰ Em particular, este modelo impõe a modificação daquele registo de base sempre que, nas contas subsequentes, se pretendesse a produção de um qualquer efeito real. Significa isto que qualquer ato de disposição ou oneração dos valores mobiliários implicaria sempre o cumprimento dos requisitos e formalidades previstos na lei que rege o primeiro registo, sob pena de não ser reconhecida a produção de efeitos reais (cf. GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediário”, pp. 101-102). Notando a impraticabilidade de um tal método nas situações de titularidade transfronteiriça de valores mobiliários, em particular quando se pretenda a transmissão ou oneração de portefólios que integrem valores mobiliários *situados* em diferentes ordens jurídicas, cf. BENJAMIN, *Interests*, p. 162.

¹⁴⁵¹ Cf. BENJAMIN, *Financial Law*, p. 430.

designado por *place of the relevant intermediary Approach*, conhecido pelo acrónimo PRIMA¹⁴⁵². Aqui, o elemento relevante deixa de ser o registo de base dos valores mobiliários, para passarem a ser consideradas as diversas *contas* abertas junto dos intermediários financeiros participantes na cadeia. O que significa que o ponto de referência para a identificação do elemento de conexão relevante deixam de ser os valores mobiliários inscritos na conta de base (junto do próprio emitente ou de um intermediário financeiro), passando a relevar as posições jurídicas derivadas inscritas naquelas sucessivas *contas-espelho* em que é desdobrada a conta de base. Por outras palavras, o critério conflitual deixa de se fixar no ativo subjacente, estabelecendo uma solução unitária ou centralizada, para se focar antes na posição derivada gerada por cada intermediário que participa na cadeia de contas¹⁴⁵³.

Seguindo este critério, é aplicável a lei do *local do intermediário relevante*, ou seja, daquele junto de quem se encontra aberta uma conta da cadeia. Num cenário hipotético — mas não improvável — em que cada patamar da cadeia apresente conexão com um sistema jurídico distinto, serão aplicáveis tantos direitos quantos as sucessivas contas através das quais se estabelece a relação (indireta) entre emitente e investidor final¹⁴⁵⁴. Esta solução implica o reconhecimento de uma multiplicidade de *bens* relevantes enquanto elemento de conexão com uma ordem jurídica¹⁴⁵⁵; deixam de ser considerados apenas os valores mobiliários inscritos ou depositados na base da cadeia, relevando como elemento de conexão todas aquelas posições derivadas inscritas nos sucessivos patamares. Donde resulta uma *pluralidade ordenada*¹⁴⁵⁶ de leis aplicáveis, em que cada escalão se encontra (ou pode potencialmente encontrar) sujeito a um direito — e, portanto, a um regime — distinto¹⁴⁵⁷.

¹⁴⁵² Ver, por exemplo, ROGERS, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8”, pp. 1457 ss.

¹⁴⁵³ Em sentido próximo, GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediário”, pp. 102-103; cf., também, ROGERS, “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8”, pp. 1457-1458.

¹⁴⁵⁴ Retomando o exemplo que atrás ficou enunciado (cf. nota 1448), seria a seguinte a solução imposta pelo método PRIMA: à constituição de direitos sobre os valores mobiliários inscritos na conta de registo individualizado aberta junto do intermediário A e em nome do intermediário B seria sempre aplicável a lei portuguesa. Já a constituição de direitos sobre as sucessivas posições derivadas mantidas pelos intermediários financeiros intervenientes na cadeia ficará sujeita à lei do local em que se encontre o intermediário relevante, ou seja: a lei inglesa relativamente à posição derivada de que é titular o *Global Custodian C* e a lei nova-iorquina às sucessivas posições derivadas desta de que são titular, primeiro, o intermediário financeiro D e, depois, o próprio investidor final X.

¹⁴⁵⁵ Cf. BENJAMIN, *Financial Law*, p. 430.

¹⁴⁵⁶ Cf. GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediário”, p. 103.

¹⁴⁵⁷ Recorrendo uma vez mais ao exemplo de base, se o investidor final X pretender, por exemplo, onerar a sua posição, será aplicável a lei de Nova Iorque, que rege a sua relação com o intermediário financeiro D. Mas dessa operação resultará única e exclusivamente a oneração da posição derivada de que esse investidor

Este critério PRIMA mereceu entretanto reconhecimento normativo, ainda que com alcance limitado e, de certa forma, ainda incerto. Tal sucedeu, no espaço jurídico europeu, com dois instrumentos que, embora para âmbitos de aplicação delimitados, tratam o problema de conflitos de leis no quadro da circulação mobiliária: a Diretiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Maio de 1998, relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamento e de liquidação de valores mobiliários¹⁴⁵⁸; e a Diretiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Junho de 2002, relativa aos acordos de garantia financeira¹⁴⁵⁹. Sendo inequívoca a adoção de uma abordagem comum a nível europeu, a verdade é que a coordenada normativa que estes instrumentos partilham se aplica exclusivamente a situações de garantia constituídas sobre valores mobiliários, deixando de fora um conjunto significativo de hipóteses de *titularidade*

é titular e não, consequentemente, das posições refletidas nas demais contas que constituem a cadeia de intermediação nem, tão pouco, da conta de registo ou depósito de valores mobiliários que está na base da cadeia. De acordo com este critério, naqueles casos em que uma cadeia de titularidade indireta tenha na sua base uma conta de registo individualizado integrada em sistema centralizado regido pelo direito português, o nosso direito será sempre aplicável em tudo o que diga respeito à constituição de situações jurídicas reais sobre os valores mobiliários inscritos nessa mesma conta de registo, como aplicável se mantém num cenário de insolvência do intermediário financeiro junto de quem está aberta aquela conta de registo individualizado (cf. 41.º CdVM). Isto sem prejuízo de, nas sucessivas relações jurídicas em que sejam espelhados aqueles valores mobiliários, serem aplicáveis a ou as leis do local em que estão situados os demais *intermediários relevantes* à constituição de situações jurídicas reais (aquisição, oneração, etc.) sobre as posições jurídicas derivadas que se sobrepõem na cadeia de intermediação (cf., em maior detalhe, §9.2).

¹⁴⁵⁸ Ao procurar mitigar riscos associados às operações sobre valores mobiliários ocorridas no quadro de sistemas de liquidação e sistemas de pagamento, pretendeu-se, neste diploma, assegurar o isolamento dos beneficiários de garantias relativas a operações sobre valores mobiliários do risco de insolvência dos participantes naqueles sistemas. Dispõe para isso o art. 9.º/1 da Diretiva que *os direitos de um participante beneficiário das garantias constituídas a seu favor no quadro de um sistema ou dos bancos centrais dos Estados membros ou do futuro Banco Central Europeu beneficiários das garantias constituídas a seu favor não serão afectados por um processo de falência contra o participante ou a contraparte dos bancos centrais dos Estados membros ou do futuro Banco Central Europeu que constituiu as garantias*. Depois de assim estabelecer a regra de direito substantivo aplicável, determina o n.º 2 do mesmo preceito *que quando forem dados valores mobiliários (incluindo direitos sobre valores mobiliários) como garantia aos participantes e/ou aos bancos centrais dos Estados membros ou ao futuro Banco Central Europeu nos termos referidos no n.º 1 e o direito destes (ou o de qualquer mandatário, agente ou terceiro actuando em seu nome) relativamente aos valores esteja legalmente inscrito num registo, conta ou sistema de depósito centralizado situado num Estado membro, a determinação dos direitos dessas entidades como titulares da garantia relativa a esses valores regular-se-á pela legislação desse Estado membro*. Sobre a adoção do PRIMA neste diploma de direito europeu, cf. por exemplo GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediário”, pp. 104-105; YATES/MONTAGU, *The Law of Global Custody*, pp. 87 ss. Esta regra foi transposta para o nosso ordenamento no art. 284.º/4 CdVM, nos termos do qual *se os instrumentos financeiros objecto de garantia nos termos do presente artigo estiverem registados ou depositados em sistema centralizado situado ou a funcionar num Estado membro da Comunidade Europeia, a determinação dos direitos dos beneficiários da garantia rege-se pela legislação desse Estado membro, desde que a garantia tenha sido registada no mesmo sistema centralizado* (cf. M. HELENA BRITO, “A convenção de Haia”, p. 95).

¹⁴⁵⁹ No quadro da definição de um quadro harmonizado aplicável aos chamados acordos de garantia financeira, estabelece o art. 9.º desta Diretiva que as questões relacionadas com os efeitos de uma garantia constituída sobre valores escriturais serão reguladas pela lei do país em que a respetiva conta se encontra localizada. Este regime foi transposto para o nosso ordenamento no art. 21.º do DL n.º 105/2004, de 8 de Maio.

intermediada em que se coloca um conflito de leis¹⁴⁶⁰. Já na *Convenção de Haia sobre a lei aplicável a certos direitos respeitantes a valores mobiliários depositados num intermediário* (“Convenção de Haia”)¹⁴⁶¹, este método mereceu um acolhimento mais ambicioso, no quadro da busca de uma solução global para o problema da determinação da lei aplicável nas situações de cadeias de titularidade que apresentem conexão com mais do que uma ordem jurídica. Neste instrumento, que se ocupou exclusivamente do problema conflitual¹⁴⁶², é acolhido um critério que tem na base o método PRIMA, ainda que com desvios destinados a reconhecer algum espaço de determinação à autonomia privada¹⁴⁶³. O processo de ratificação e entrada em vigor da Convenção encontra-se porém num impasse, o que grande medida se deve às dúvidas suscitadas por alguns Estados membros e pelo Banco Central Europeu, relacionadas com os aludidos desvios face a uma aplicação estrita do princípio PRIMA¹⁴⁶⁴.

¹⁴⁶⁰ Assim, M. OOI, “Intermediated Securities: The choice of a Choice of Law Rule”, p. 222.

¹⁴⁶¹ Pode encontrar-se o texto desta Convenção, bem como bibliografia de suporte, em www.hcch.nl. Entre nós, veja-se a análise detalhada de M. HELENA BRITO, “A convenção de Haia”, pp. 91 ss.

¹⁴⁶² E, mesmo aqui, apenas daquelas questões relacionadas com os efeitos reais de operações relativas a valores mobiliários custodiados junto de um intermediário financeiro — cf. a lista de matérias cobertas pelo âmbito de aplicação material da Convenção de Haia, constante do seu art. 2.º/1 —, deixando por regular, por exemplo, as matérias relacionadas com os efeitos obrigacionais ou com a lei aplicável aos próprios valores mobiliários, que permanecem sujeitos ao regime geral internacional-privatístico; sobre o âmbito de aplicação material da Convenção de Haia, M. HELENA BRITO, “A convenção de Haia”, pp. 104 ss.

¹⁴⁶³ Cf. arts. 4.º, 5.º e 6.º da Convenção de Haia. Com efeito, se é certo que o objetivo último da Convenção de Haia parece ser a consagração, enquanto critério relevante, da localização do intermediário financeiro junto de quem está aberta a conta de valores em questão (*i.e.*, seguindo o modelo PRIMA), a verdade é que a fórmula empregue é complexa e equívoca. Enquanto os instrumentos de direito europeu atrás referidos identificam expressamente como elemento de conexão o local onde é mantida a conta em causa, na Convenção de Haia optou-se por afirmar, num primeiro plano, a escolha de lei efetuada pelas partes. Faltando designação — expressa ou tácita — da lei aplicável pelas partes, são aplicáveis as chamadas *fall back provisions* da Convenção de Haia, segundo as quais o direito aplicável corresponderá (i) ao do local do estabelecimento do intermediário financeiro indicado no contrato em causa ou, na falta de indicação desse local no contrato, (ii) relevará a localização do intermediário financeiro, a ordem jurídica da sua constituição ou o local da sua sede principal. Sucede que aquele critério principal, assente na escolha da lei pelas partes, é depois sujeito a um escrutínio adicional (o chamado *qualifying office test* — cf. M. OOI, “Intermediated Securities: The choice of a Choice of Law Rule”, p. 224), que impede a escolha da lei de um local onde o intermediário financeiro não tem presença comercial, ainda que permitindo a designação do direito de um local onde o intermediário financeiro mantém a conta de valores mobiliários em questão (veja-se a explicação deste teste em, *Explanatory Report on the 2002 Hague Securities Convention*, parágrafos 4.22 e 4.23). É sustentado pelos defensores desta solução que ela se afigura adequada a uma dinâmica de mercado assente em registos escriturais, relativamente aos quais não será sempre evidente a localização dos valores mobiliários inscritos em conta e, em consequência, não será sempre evidente a identificação do elemento de conexão relevante. Atenta esta realidade do mercado, uma regra assente na designação feita pelas partes na relação de intermediação financeira, sujeita depois a um teste de *realidade*, afigurar-se-ia mais adequado assegurar um método de determinação da lei aplicável aceite globalmente (assim, por exemplo, SIGMAN/BERNASCONI, “Myths about the Hague Convention debunked”, p. 33).

¹⁴⁶⁴ Em concreto, os defensores do modelo previsto nas Diretivas comunitárias mostram-se mais favoráveis a uma regra assente em elementos objetivos — a localização do intermediário — e não subjetivos — a escolha de lei pelas partes (nestes termos, M. OOI, “Intermediated Securities: The choice of a Choice of Law Rule”, p. 223). Na verdade, ao tempo em que este texto é escrito, é provável que o Conselho Europeu não dê

IV. Já no plano da harmonização internacional das regras de direito substantivo, merecem referência especial as iniciativas levadas a cabo, num caso, pelo Instituto Internacional para a Unificação do Direito Privado (“Unidroit”) e, no outro, pelo *EU Clearing and Settlement Legal Certainty Group* (“Legal Certainty Group”)¹⁴⁶⁵.

O processo conduzido sob a égide do Unidroit, que foi longo e difícil, culminou com a adoção de um texto normativo em Outubro de 2009 — numa tradução portuguesa, a *Convenção sobre regras de direito substantivo aplicáveis a valores intermediados*¹⁴⁶⁶. Sendo certo que, quando estas linhas são escritas, a projetada convenção parece ter sido abandonada, sendo reduzidas as expectativas de que o instrumento venha a entrar em vigor¹⁴⁶⁷, não deixa de se impor uma análise, ainda que sumária, do respetivo conteúdo essencial¹⁴⁶⁸. É que nele são identificados — e tratados — muitos dos problemas jurídico-substanciais suscitados pelos fenómenos de titularidade indireta de valores mobiliários, mesmo naqueles casos que não apresentem conexão com mais do que um sistema jurídico¹⁴⁶⁹. De um prisma metodológico, para além de uma abordagem funcional, assente

continuidade ao processo de ratificação da Convenção de Haia, pelo menos enquanto esta mantiver o seu figurino atual, optando antes por procurar alargar o âmbito das regras PRIMA à generalidade das operações sobre valores mobiliários realizadas no espaço europeu (cf. BENJAMIN, *Financial Law*, p. 430); veja-se ainda, globalmente neste sentido, o relatório DG MARKET, “Conflict of laws: Modernisation of the PRIMA-rule for intermediated securities”, pp. 4 ss.

¹⁴⁶⁵ Assinalando as vantagens associadas aos processos de harmonização internacional da lei mobiliária, relacionadas com a redução de *custos de transação* para emitentes — que passariam a estar sujeitos a *ambientes regulatórios* diversificados —, para investidores — uma vez que seria facilitada a avaliação do risco de investimento —, com a criação de um *level playing field* entre mercados, M. SIEMS, “The Foundations of Securities Law”, p. 165; também, R. ROMANO, “The Need for Competition in International Securities Regulation”, pp. 6 ss.

¹⁴⁶⁶ Cf. *UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities*, adotada em Genebra, Suíça, em 9 de Outubro de 2009, conhecida também simplesmente por “*Geneva Securities Convention*”. O texto da Convenção, bem como toda a documentação do processo conducente à sua adoção estão disponíveis em <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/main.htm>. É vasta a literatura que oferece uma descrição detalhada das diversas fases do processo que, iniciado em 2002 com a criação de um projeto de trabalho denominado “*Harmonized Substantive Rules on the Use of Securities Held with an Intermediary as Collateral*”, culminou com a adoção da *Geneva Securities Convention* no final de 2009. Veja-se, a título exemplificativo, GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, pp. 9 ss., e YATES/MONTAGU, *The Law of Global Custody*, pp. 91 ss.

¹⁴⁶⁷ Em Junho de 2011, apenas o Bangladesh havia ratificado a Convenção Unidroit.

¹⁴⁶⁸ Mesmo optando-se, nesta fase, por não realizar uma análise detalhada do conteúdo e alcance da Convenção Unidroit — até porque, como se disse, não se perspetiva que ela venha no futuro a adquirir valor normativo —, serão feitas mais adiante referências a algumas das soluções propostas, em particular quando se estiver a traçar o enquadramento jurídico das situações de titularidade indireta de valores mobiliários com relevância no tráfego mobiliários português (cf., designadamente, §§9.2 e 9.3).

¹⁴⁶⁹ A Convenção não diferencia entre situações de titularidade intermediada de valores mobiliários puramente domésticas ou que envolvam cadeias internacionais (cf. *Unidroit Study LXXVIII*, parágrafo 17; na

numa linguagem juridicamente neutra — que toma como referência *situações de facto* e não *conceitos jurídicos* — e que se basta com a determinação de um dado resultado normativo, em vez de impor o figurino jurídico necessário para o alcançar¹⁴⁷⁰, foi consagrado um princípio transversal de harmonização mínima, que limitou o âmbito da Convenção àqueles aspetos que são fonte direta de riscos jurídicos materiais para o regular funcionamento do mercado¹⁴⁷¹. Fruto desta abordagem de *intervenção mínima*, a aplicação da Convenção Unidroit depende, em medida significativa, da necessária conjugação das regras nela predispostas com os regimes de direito interno¹⁴⁷².

literatura, THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, pp. 33-34). Este foi, de resto, um dos aspeto geradores de maiores dificuldades nas negociações conducentes à adoção da Convenção, uma vez que o acervos normativo dela resultante teria sempre de assegurar, em simultâneo, um sistema de regras compatível com as coordenadas vigentes em cada ordenamento (*internal soundness*), mas também apto a funcionar em situações transfronteiriças (*cross-border compatibility*) — assim, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 256-257. Avaliando a Convenção Unidroit na perspetiva da sua compatibilidade com os direitos internos, vejam-se por exemplo os textos de A. MAFFEL, “De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français”, pp. 237 ss.; EINSELE, “Modernising German Law: Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance?”, pp. 251 ss.; J. THAN, “The Preliminary Draft Unidroit Convention and Capital Market Practice in Germany”, pp. 263 ss. Oferecendo uma perspetiva de direito português, veja-se ainda o texto de M. GALVÃO TELES, “Unidroit preliminary Draft Convention”, pp. 427 ss.

¹⁴⁷⁰ Sobre esta abordagem funcional, reconhecidamente apta a permitir uma adaptação das regras da Convenção ao quadro normativo de cada sistema jurídico, cf., por exemplo, MOONEY JR./KANDA, “Core Issues under the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities”, pp. 74 ss. Sobre a discussão em torno da real necessidade de uma intervenção normativa de cariz internacional destinada a harmonizar as regras de direito substantivo, cf., por exemplo, numa perspetiva crítica, MCFARLANE/STEVENS, “Interests in Securities”, pp. 55 ss., que entendem bastar uma adequação das regras conflituais. Já numa perspetiva afirmativa, assente na especial consideração do intenso risco sistémico a que se encontram sujeitos os mercados de capitais, cf. G. MOSS, “Intermediated Securities: Issues Arising from Insolvency”, pp. 68 ss., e E. MICHELER, “The Legal Nature of Securities”, pp. 131 ss. (especialmente, pp. 148-149, onde é acentuada a necessidade de uma disciplina harmonizada relativa às práticas de *pooling* de valores mobiliários).

¹⁴⁷¹ Até porque a fragmentação normativa à escala global respeitante à regulação dos mercados de capitais e, especificamente, à titularidade intermediada de valores mobiliários tornava virtualmente impossível um aprofundamento da integração e harmonização do direito substantivo. Assim, na síntese proposta por GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediário”, p. 122, os principais objetivos subjacentes à Convenção foram os de (i) reconhecer ao titular da conta de valores mobiliários um direito sobre a mesma oponível ao intermediário e a terceiros, resistente à insolvência, bem como o direito de exercer os direitos económicos e políticos associados àqueles valores; (ii) estabelecer um sistema de regras claras a respeito da transmissão de valores mobiliários, incluindo relativamente à proteção devida a terceiros adquirentes de boa fé, bem como (iii) a respeito da constituição de direitos reais sobre contas de valores mobiliários; (iv) garantir uma tutela adequada dos titulares ou beneficiários de direitos de garantia constituídos sobre a conta de valores mobiliários, incluindo num cenário de insolvência; e (v) prevenir o risco de inflação de valores mobiliários.

¹⁴⁷² Um dos casos paradigmáticos em que tal sucede diz respeito à relação estabelecida entre investidor e emitente, cujo conteúdo não é afetado pela Convenção (cf. art. 8.º). Sobre as justificações (tanto práticas como dogmáticas) para esta abordagem minimalista, que estão reconhecidamente na origem de alguma incerteza gerada pelo quadro normativo decorrente da Convenção — incerteza essa relacionada com a necessidade de conjugar a disciplina internacional com os regimes domésticos —, cf. GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, p. 9.

O quadro normativo da Convenção Unidroit é edificado a partir do conceito central de *valores mobiliários intermediados* (*intermediated securities*¹⁴⁷³). De acordo com a perspectiva funcional adotada, aquele conceito integra, em simultâneo, valores mobiliários inscritos numa conta de valores — detidos diretamente pelo investidor —, mas também *direitos sobre valores mobiliários*, aqueles que se encontram inscritos em contas de valores (*securities accounts*) sobrepostas à conta de base em que está registado/depositado o ativo subjacente, seguindo um modelo de titularidade indireta. A *pedra-de-toque* da Convenção Unidroit é justamente a equiparação destas duas realidades, em especial no que diz respeito aos direitos reconhecidos ao titular de uma *securities account*. Para isso, aquele instrumento aplica às cadeias de intermediação o chamado *no-look principle*, que limita o exercício de direitos pelo titular de cada conta de valores perante o intermediário com quem é mantida a relação contratual, impedindo aquele exercício contra os intermediários que se encontrem noutros patamares da cadeia¹⁴⁷⁴.

De forma coerente com o seu pressuposto de harmonização mínima, a Convenção Unidroit não se imiscui na qualificação jurídica dos direitos dos titulares das diversas contas que compõem uma dada cadeia de intermediação em valores mobiliários¹⁴⁷⁵, questão relativamente à qual, como foi reconhecido nos trabalhos preparatórios, é notória a divergência nos ordenamentos internos. Ainda assim, a Convenção Unidroit traça um quadro normativo assente em duas coordenadas que mereceram consenso: de um lado, que deveriam ser reconhecidos a cada titular de uma conta onde estejam inscritos *intermediated securities* certos direitos contra o intermediário financeiro junto de quem se encontra aberta essa conta; de outro, que deveria ser protegida aquela posição do titular da conta num cenário de insolvência do intermediário financeiro¹⁴⁷⁶. Quanto ao primeiro aspeto, a Convenção procura assegurar ao titular o exercício dos direitos inerentes aos valores

¹⁴⁷³ Conceito definido no art. 1.º(b) da Convenção nos seguintes termos — “*intermediated securities*” means securities credited to a securities account or rights or interests in securities resulting from the credit of securities to a securities account. Como nota THÉVENOZ, “Intermediated Securities”, 35, o próprio subject matter da Convenção Unidroit não são (exclusivamente, nem sequer principalmente) valores mobiliários (*securities*), mas sim direitos inscritos em contas de valores mobiliários (*securities accounts*), que podem ser direitos derivados.

¹⁴⁷⁴ Cf. art. 9.º/2 da Convenção Unidroit. Coerentemente, é também consagrada a proibição do chamado *upper-tier attachment*, da qual resulta a proibição de serem agredidas as contas de outros intervenientes na cadeia que não aquela de que o devedor é titular (cf. art. 22.º da Convenção Unidroit).

¹⁴⁷⁵ Por exemplo, ao elencar o conjunto de direitos que cabem ao titular de uma conta, o art. 9.º da Convenção Unidroit não se ocupa da caracterização jurídica (*in rem* ou *in personam*) de tais direitos.

¹⁴⁷⁶ Assim, GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, pp. 16 ss.

mobiliários em termos análogos ao que sucederia num cenário de titularidade direta¹⁴⁷⁷. Já a respeito da insolvência do intermediário financeiro que detenha valores mobiliários por conta de um cliente, e tendo como pano de fundo a multiplicidade de construções jurídicas e soluções normativas adotadas no tráfego mobiliário internacional, a Convenção Unidroit afirma de forma inequívoca — e em coerência com a assinalada abordagem funcional — o resultado a atingir: é expressamente previsto o isolamento do titular de uma conta do risco de insolvência do intermediário financeiro¹⁴⁷⁸, sendo porém deixado aos direitos internos em concreto aplicáveis a determinação do quadro apto a assegurar um tal resultado¹⁴⁷⁹. Por fim, outro tema também coberto pela Convenção é o da proteção de adquirentes de boa fé de valores mobiliários integrados em cadeias de intermediação, prevendo-se um critério normativo genérico de tutela de terceiros que, no momento da transação, desconhecem a natureza *intermediada* dos valores mobiliários¹⁴⁸⁰.

No espaço da União Europeia, um exercício paralelo, também assente no pressuposto da insuficiência da uniformização das regras conflituais¹⁴⁸¹, vem sendo desenvolvido pelo *Legal Certainty Group*¹⁴⁸². Pelo menos ao tempo em que é escrito este texto, são melhores as

¹⁴⁷⁷ Cf. art. 9.º/1 da Convenção Unidroit; sobre este ponto, MOONEY JR./KANDA, “Core Issues under the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities”, pp. 87 ss. É na literatura apontado que o aspeto mais crítico desta relação entre o titular da conta e o seu intermediário diz respeito ao exercício dos direitos de voto (cf., por exemplo, J. PAYNE, “Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK”, pp. 187 ss.). Sobre o exercício dos direitos de voto inerentes a ações detidas indiretamente, no direito português, cf. §13.º.

¹⁴⁷⁸ Cf. art. 21.º da Convenção Unidroit; veja-se, a respeito deste preceito, MOONEY JR./KANDA, “Core Issues under the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities”, pp. 127-129.

¹⁴⁷⁹ Cf. GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, p. 20. Expressamente regulado na Convenção Unidroit é o problema da inflação (*shortfalls*) de valores mobiliários, aqueles casos em que o intermediário tem creditados na conta de valores — tipicamente numa conta jumbo, detida por conta de múltiplos clientes — menos valores mobiliários do que aqueles que se comprometeu a entregar àqueles seus clientes. Nos termos do art. 26.º/2, dispõe-se que aquelas perdas devem ser partilhadas *pro rata* pelos clientes do intermediário financeiro. Sobre o tema, no direito português, cf. §11.º.

¹⁴⁸⁰ Cf. art. 18.º da Convenção Unidroit; em detalhe sobre o regime predisposto nesta regra, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 249 ss. Objeto de um conjunto detalhado de disposições, que são em grande medida opcionais, uma vez que os Estados contratantes podem decidir não se sujeitar a elas (*opting out*), é ainda a matéria da constituição de direitos de garantia sobre valores mobiliários intermediados (cf. arts. 31.º ss. da Convenção de Haia), designadamente no que respeita aos requisitos de eficácia e oponibilidade de garantias constituídas sobre esses ativos, aos critérios de prioridade entre direitos de garantia constituídos sobre os mesmos valores mobiliários intermediados e, por fim, a questões relativas à execução e oponibilidade de tais garantias num cenário de insolvência. Especificamente sobre este regime da Convenção, A. ZACAROLI, “Taking Security over Intermediated Securities”, pp. 167 ss.

¹⁴⁸¹ Assim, GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, p. 10.

¹⁴⁸² O *Legal Certainty Group* foi criado em 2005, sob a égide da Comissão Europeia (cf. *Clearing and Settlement in the European Union — The Way Forward*, Com/2004/0312), na sequência dos *Giovannini Reports* de 2001 e 2003, que procederam a um detalhado levantamento dos principais obstáculos à integração dos mercados de capitais europeus, bem como dos principais riscos suscitados pela realização de operações transfronteiriças. Estes relatórios *Giovannini*, bem como documentação associada, estão disponíveis em http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm. Justamente uma das

perspetivas de vir a ser produzido no quadro da União Europeia um instrumento normativo de harmonização do direito interno dos Estados membros. Identificada a diversidade de regimes aplicáveis, no espaço europeu, à titularidade de valores mobiliários custodiados junto de intermediário financeiro — e, especificamente, aplicáveis às situações de titularidade indireta¹⁴⁸³ —, foi assumida pelo *Legal Certainty Group* a necessidade da respetiva harmonização normativa¹⁴⁸⁴. Foi dado início a um processo de consulta pública, desenvolvido em duas fases¹⁴⁸⁵, que se espera vir a culminar com um projeto de diretiva, a ser adotada nos termos gerais, prevendo-se como prazo indicativo para a sua transposição para os ordenamentos internos o final de 2013¹⁴⁸⁶.

barreiras identificadas no segundo Giovannini Report diz respeito à inexistência de um regime uniformizado respeitante à titularidade de valores mobiliários, e em particular à titularidade de valores mobiliários inseridos em modelos de detenção indireta/intermediada (*Barrier 13, Second Giovannini Report*). Desde a sua constituição, o *Legal Certainty Group* produziu dois documentos essenciais: o *Advice of the Legal Certainty Group*, de 2006 (“*Advice*”) e o *Second Advice of the Legal Certainty Group*, de 2008 (“*Second Advice*”); ambos os documentos, bem como outros relacionados com a atividade deste fórum, estão disponíveis em http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm#presentation. Na literatura, sobre os trabalhos do *Legal Certainty Group*, cf., para além de muita da literatura já citada, BENJAMIN, *Financial Law*, pp. 438 ss.; E. JOHANSSON, *Property Rights in Investment Securities*, pp. 34 ss.

¹⁴⁸³ Foi conduzido pelo *Legal Certainty Group* um estudo comparativo das regras substantivas de direito interno relativas à titularidade e circulação de valores mobiliários, incluindo de valores mobiliários intermediados — cf. *Legal Certainty Group Comparative Survey*, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/comparative_survey_en.pdf.

¹⁴⁸⁴ Cf. *Advice*, p. 1 e *Second Advice*, pp. 9 ss.

¹⁴⁸⁵ O primeiro processo de consulta pública ocorreu no final do primeiro semestre de 2009 e teve como propósito central a obtenção de informação junto dos agentes dos mercados de capitais acerca da efetiva necessidade de criação de um regime de direito europeu uniforme aplicável à titularidade e circulação de valores mobiliários, bem como dos princípios estruturantes de uma tal disciplina. A documentação relativa a esta fase está disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/securities_law_en.htm. O segundo processo de consulta pública, que decorreu no final de 2010, assumiu já um figurino mais detalhado, sendo proposto um conjunto de soluções normativas destinadas a uniformizar as regras aplicáveis à titularidade e circulação de valores mobiliários, em particular em situações transfronteiriças. Veja-se a documentação disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/securities_en.htm.

¹⁴⁸⁶ Veja-se o calendário disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm.

§9.º A circulação de valores mobiliários escriturais (e equiparados) no direito português; os fenómenos de *titularidade indireta* no tráfego mobiliário como hipótese paradigmática de titularidade fiduciária de gestão

9.1 O registo de valores mobiliários no direito português e a sua recondução ao modelo de titularidade direta; a natureza constitutiva da inscrição em conta

I. Com a entrada em vigor do atual Código dos Valores Mobiliários, complementado por um conjunto relevante de normas de natureza regulamentar¹⁴⁸⁷, o regime aplicável às situações jurídicas incidentes sobre valores mobiliários escriturais (e equiparados)¹⁴⁸⁸ assenta no funcionamento de um harmonioso *sistema de contas*, interligadas entre si, mas revestindo diferentes naturezas e servindo funções distintas¹⁴⁸⁹. Este sistema é composto

¹⁴⁸⁷ Releva, em particular, o Reg. CMVM 14/2000, relativo aos sistemas de registo de valores mobiliários. Para além deste, e importante de um prisma essencialmente operacional para o funcionamento do sistema centralizado de valores mobiliários, merece referência também o Regulamento da Interbolsa n.º 3/2000, que contém as regras operacionais aplicáveis à gestão e funcionamento dos sistemas centralizados, de valores mobiliários escriturais e titulados, geridos pela Interbolsa — Sociedade Gestora de Sistemas de Liquidação e de Sistemas Centralizados de Valores Mobiliários, S.A. (doravante designada “Interbolsa”).

¹⁴⁸⁸ Cf., em especial, arts. 61.º ss. CdVM. Conforme assinalado na doutrina, o sistema vigente assenta decisivamente num sistema registral, só prescindindo da inscrição em conta, nalgumas das suas modalidades, para os valores mobiliários titulados ao portador não depositados em intermediário financeiro, cuja transmissão depende da respetiva entrega (cf. art. 101.º/1 CdVM). Aos valores mobiliários titulados integrados em sistema centralizado, que é obrigatoriamente o caso dos valores admitidos à negociação em mercado regulamentado (cf. art. 99.º/2-a) CdVM), é aplicável o regime disposto para os valores mobiliários escriturais integrados também em sistema centralizado (cf. arts. 105.º ss. CdVM). Aos títulos globais (cf. art. 99.º/2-b) CdVM) não integrados em sistema centralizado é aplicável o regime disposto para os valores mobiliários escriturais registados num único intermediário financeiro (cf. art. 99.º/5 CdVM). Por fim, a transmissão de valores mobiliários titulados nominativos não integrados em sistema centralizado depende, para além de declaração no título, de inscrição em conta aberta junto do emitente ou de intermediário financeiro que o represente (cf. art. 102.º CdVM). Daí que o âmbito de aplicação do regime previsto para os valores mobiliários escriturais possa abarcar, pelo menos nalgumas das suas vertentes, valores titulados, sendo isso evidente no caso paradigmático da integração em sistema centralizado. Veja-se, a este respeito, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 71; ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, pp. 68 ss.; SOVERAL MARTINS, *Valores Mobiliários*, pp. 99 ss., bem como BRANDÃO DA VEIGA, “Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários”, p. 126, que refere a uma *universalidade tendencial* do regime aplicável à circulação de valores escriturais, que apenas encontra inflexões na hipótese títulos *desconcentrados*.

¹⁴⁸⁹ Não cabe aqui uma análise completa e detalhada do sistema de titularidade e circulação de valores mobiliários vigente; não apenas porque se trata de tarefa já levada a cabo na literatura jurídica portuguesa, de forma aliás eloquente, mas essencialmente porque se trata de uma matéria que *antecede* o problema que pretendo tratar daqui em diante. Por isso, e mesmo não prescindindo de, no texto, tecer algumas considerações — de índole marcadamente descritiva e com preocupações de síntese — a respeito do referido regime de registo e depósito de valores mobiliários, a análise aqui expendida tem por pressupostos os resultados daquelas construções doutrinárias que já se debruçaram sobre o tema. De entre estas, assume relevância central o texto de referência de FERREIRA DE ALMEIDA, já amplamente citado e cujas conclusões sigo aqui de perto. Para além deste

por três tipos principais de contas de registo¹⁴⁹⁰: em primeiro lugar, a *conta de emissão*, da responsabilidade da entidade emitente¹⁴⁹¹ e que visa assegurar o controlo quantitativo e qualitativo dos valores mobiliários emitidos¹⁴⁹². Em segundo lugar, a *conta de titularidade* (ou de *registo individualizado*), por regra aberta junto de um intermediário financeiro¹⁴⁹³ e destinada a identificar quantitativa e qualitativamente os valores mobiliários atribuídos a um investidor. Concentrando-nos no caso paradigmático dos valores mobiliários integrados em sistema centralizado¹⁴⁹⁴, a conta de titularidade é aberta junto de intermediário financeiro participante no sistema¹⁴⁹⁵ e é a esta que a lei associa a criação dos valores mobiliários (cf. art. 73.º CdVM), a *presunção* da respetiva titularidade (cf. art. 74.º/1 CdVM¹⁴⁹⁶) e a eficácia translativa de negócios sobre eles incidentes (cf. art. 80.º CdVM). Em

texto, veja-se igualmente, ISABEL VIDAL, “Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos de transmissão de valores mobiliários”, pp. 287 ss.; BRANDÃO DA VEIGA, *Transmissão de Valores Mobiliários*, pp. 28 ss., e “Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários”, pp. 107 ss.; para o direito anterior, AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais*, pp. 101 ss.; e OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários*, pp. 14 ss. Traço distintivo do direito português é a clara segregação entre o sistema de registo de valores mobiliários, em particular dos sistemas centralizados (cf. art. 88º), entendido enquanto sistema de controlo, e os sistemas de negociação e de liquidação e compensação de valores mobiliários — art. 258.º ss. Sobre esta distinção, assente simultaneamente num critério estrutural e funcional, BRANDÃO DA VEIGA, “Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários”, pp. 107 ss.

¹⁴⁹⁰ Sigo a categorização proposta por FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, pp. 71 ss.

¹⁴⁹¹ Cf. arts. 43.º e 44.º CdVM e, para os sistemas centralizados, cf. 91.º CdVM. Cf., também, arts. 3.º e 12.º RegCMVM 14/2000.

¹⁴⁹² Cf. BRANDÃO DA VEIGA, “Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários”, p. 111. Desta conta de emissão consta a descrição qualitativa comum ao conjunto de valores mobiliários compreendidos no mesmo processo de emissão, assim como a quantidade de valores emitidos na totalidade e em cada uma das eventuais séries (FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 72). Sobre o conceito de emissão de valores mobiliários, por todos, P. CÂMARA, *Manual*, pp. 303 ss.; e “Emissão e subscrição de valores mobiliários”, pp. 201 ss.

¹⁴⁹³ Só marginalmente a manutenção destas contas de registo individualizado cabe à entidade emitente e, em casos especialmente previstos na lei, à entidade gestora do sistema centralizado (cf. art. 91.º/6 CdVM).

¹⁴⁹⁴ Fora de sistema centralizado, são várias as modalidades possíveis para a configuração destas conta, ainda que, como acentua FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 73, exista apenas um só registo de titularidade. Para os valores mobiliários registados num só intermediário financeiro, por iniciativa da emitente (cf. arts. 61.º-b) e c) e 64.º/2 CdVM) ou imposição legal (cf. art. 63.º/1 CdVM), a conta de registo é mantida por esse intermediário financeiro, devendo os saldos das contas de emissão ser iguais ao somatório dos saldos das contas individualizadas (cf. art. 16 RegCMVM 14/2000). Regime idêntico vale para o depósito de macrotítulos (cf. art. 99.º/2-b) e 5 CdVM). Para os valores titulados ao portador que se encontrem depositados, a transmissão depende da inscrição em conta do adquirente (cf. art. 101.º/2 CdVM). Os casos, residuais, em que o registo de titularidade é mantido pela emitente são relativos a valores mobiliários titulados nominativos em que a emitente não tenha designado intermediário financeiro (cf. art. 102.º/1 CdVM). Sobre estas diferentes configurações das contas de titularidade, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, pp. 72-74.

¹⁴⁹⁵ Cf. arts. 61.º/a e 91.º/1-a), com as menções obrigatórias indicadas pelo art. 68.º, todos do CdVM. É a estes intermediários financeiros aplicável o regime disposto nos arts. 7.º ss. do RegCMVM 14/2000, relativo às chamadas *entidades de custódia*.

¹⁴⁹⁶ O registo em conta individualizada de valores mobiliários escriturais faz presumir que o direito existe e que pertence ao titular da conta, nos precisos termos dos respetivos registos. Esta norma tem como antecedente o art. 64.º/6, primeira parte, CdMVM. Sobre o tema, na vigência do Código anterior, AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais*, pp. 310 ss.

terceiro lugar, as *contas de controlos* (ou *contas globais*)¹⁴⁹⁷, cujo propósito é o de monitorizar a coincidência entre a quantidade de valores mobiliários emitidos e o somatório, em cada momento, dos saldos das contas de titularidade em que aqueles se encontrem inscritos (cf. art. 91.º/4 CdVM). Esta última categoria de contas não serve uma *função de registo*, atributiva de direitos, mas antes e exclusivamente uma *função de controlo de registo*¹⁴⁹⁸.

Compulsadas estas características essenciais do regime aplicável ao registo de valores mobiliários escriturais, é segura a sua recondução a um modelo de *titularidade direta*¹⁴⁹⁹, muito próximo dos vigentes noutros ordenamentos latinos, em particular no espanhol¹⁵⁰⁰. Sem prejuízo daquela multiplicidade de contas em que o sistema assenta, vale um registo de titularidade *único e mononível*; é assim para o registo de valores mobiliários integrados em sistema centralizado, em que aquele modelo de *duplo grau*¹⁵⁰¹ (ou *duplo escalão*¹⁵⁰²) — assente na sobreposição de contas de titularidade e de contas de controlo — não prejudica a existência de um — e apenas um — registo de titularidade, da responsabilidade de também uma só entidade¹⁵⁰³. Dando prevalência a preocupações de segurança jurídica e simplicidade, sobre a flexibilidade operacional típica do modelo de

¹⁴⁹⁷ Cf. arts. 3.º e 11.º do Regulamento CMVM 14/2000. Quando os valores mobiliários estejam integrados em sistema centralizado, as contas de controlo são abertas junta da entidade gestora — cf. arts. 44.º/3/a) e 91.º/1/c) CdVM. Quando não seja esse o caso, estas contas de controlo são ainda exigidas nas hipóteses em que a entidade emitente tenha, nos termos do art. 63.º CdVM, delegado num único intermediário financeiro a tarefa de registo dos valores mobiliários de uma emissão — cf. arts. 44.º/3/b) e 63.º/4 CdVM.

¹⁴⁹⁸ É a síntese formulada por FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 74. Esta função de controlo de registo desempenhada por este tipo de contas materializa uma das coordenadas (operacionais) subjacentes ao *sistema de controlo* de valores escriturais: o chamado princípio das *partidas dobradas*, que impõe uma direta correlação entre os diferentes tipos de contas em que assenta aquele sistema — cf. art. 15.º RegCMVM 14/2000. Deste princípio decorrem dois corolários fundamentais: um quantitativo, segundo o qual o somatório das contas de controlo corresponde ao total da conta de emissão e, bem assim, o somatório das contas de titularidade abertas junto de cada intermediário financeiro registador é igual ao da sua conta de controlo; e outro qualitativo, segundo o qual eventuais modificações da emissão devem ser refletidas em todas as contas, podendo o inverso ser também, em alguns casos, exigido (BRANDÃO DA VEIGA, “Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários”, p. 127).

¹⁴⁹⁹ Segue-se de perto a posição de FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 75.

¹⁵⁰⁰ Cf. n.º §8.1.

¹⁵⁰¹ Cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 43.

¹⁵⁰² É a terminologia preferida na doutrina espanhola, descrevendo um sistema que, neste domínio, é em tudo paralelo ao português; por todos, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 49 ss.; GÓMEZ-SANCHA, “Situación Actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registo, compensación e liquidación de valores”, p. 144.

¹⁵⁰³ Que é tipicamente um intermediário financeiro e apenas em situações residuais a sociedade emitente. Decisivo é que, pensando na situação paradigmática da integração em sistema centralizado, o registo de titularidade dos valores mobiliários disseminados pelos investidores se encontra, impreterivelmente, refletido numa conta aberta junto de um intermediário financeiro que, por sua vez, assegura a ligação ao sistema através da sua conta de controlo aberta junto da entidade gestora.

titularidade indireta, o modelo normativo acolhido reconhece a titularidade dos valores mobiliários ao sujeito cujo nome se encontra inscrito na conta de *registo individualizado*¹⁵⁰⁴.

Prescinde-se destarte de qualquer *interferência* na cadeia de titularidade dos valores mobiliários, seja em virtude da interposição de intermediários financeiros enquanto custodiantes (entidades registadoras)¹⁵⁰⁵ — de resto obrigatória, como se sabe —, seja também em virtude da abertura, em casos particulares previstos na lei, de contas de registo individualizado junto da entidade gestora do sistema centralizado. Em suma, ao titular da conta de registo individualizado é reconhecida uma relação direta com a sociedade emitente e, portanto, reconhecido o direito de exercer os direitos inerentes diretamente perante esse emitente e quaisquer terceiros¹⁵⁰⁶.

Sugerindo uma ideia que será retomada adiante, interessa notar que este modelo de titularidade e circulação de valores mobiliários desenhado no Código não eliminou a relevância no tráfego mobiliário de situações de titularidade indireta, ainda que situadas ou

¹⁵⁰⁴ Não sendo consagrada expressamente uma regra paralela à designada *reserva de denominação* que vigora no direito espanhol, o direito português conduz a um resultado análogo: são valores mobiliários (escriturais) apenas os que se encontram inscritos na conta de registo individualizado aberta junto do intermediário financeiro que assegura a ligação com o sistema, e que portanto se encontram espelhados na conta de controlo. Veremos adiante em maior pormenor que já não poderão merecer essa qualificação os registos internos de intermediários financeiros que, mesmo tendo por ativo subjacente valores mobiliários, não constituem contas integradas em sistema centralizado.

¹⁵⁰⁵ Esta interferência não sucede, sequer, nas situações de depósito centralizado de valores mobiliários ou de representação da emissão em macrotítulo, situações que coexistem pacificamente no direito português lado a lado com os valores mobiliários puramente escriturais — ao contrário do que sucede, por exemplo, nos direitos francês e espanhol (cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 75). No primeiro caso, que é imperativo quando os valores mobiliários se encontrem integrados em sistema centralizado (cf. art. 99.º/1 e 2 CdVM), o depósito dos títulos não implica, ao contrário do que sucede noutras longitudes (por exemplo, os direitos inglês e alemão), nem a transferência da titularidade para a entidade depositária (cf. art. 100.º/1 CdVM=, nem tão pouco a sua coletivização — cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 75. Simplesmente se procede, *ope legis*, à conversão (que permanece sempre suscetível de resolução) daquela forma de representação, tudo se passando como se de valores mobiliários escriturais se tratasse, seja para efeitos de titularidade (cf. art. 100.º CdVM), seja para efeitos de exercício de direitos (cf. art. 101.º CdVM). A mesma conclusão se impõe, por seu turno, a respeito da admissibilidade — que constitui outra particularidade do direito português — da representação da emissão por macrotítulos. Trata-se de uma modalidade amplamente utilizada — ainda que sujeita a estruturas jurídicas bem diversas — nos ordenamentos inglês ou no ordenamento alemão, com importantes consequências ao nível do regime de titularidade. Não assim no direito português, em que a admissibilidade desta figura — cf. art. 99.º/2/b) CdVM —, apenas implica a aplicação ou do regime dos valores mobiliários integrados em sistema centralizado, quando o macrotítulo se encontre depositado — por força da lei ou opção do emitente — junto da entidade gestora de sistema centralizado ou em alternativa de um intermediário financeiro, a aplicação, por força do art. 99.º/5 CdVM, do regime dos valores escriturais registados num único intermediário financeiro. Em suma, em qualquer destas modalidades *particulares* de representação e custódia, o registo individualizado determina a titularidade dos valores mobiliários em questão, sem que tenha havido qualquer cedência aos mecanismos de detenção indireta, semelhante ao depósito coletivo alemão ou à figura inglesa dos *interests in securities*.

¹⁵⁰⁶ Concluindo desta forma, a respeito do modelo espanhol, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 50.

desenvolvidas em paralelo aos modelos desenhados na lei¹⁵⁰⁷. Mais do que isso, o direito português *abre a porta*, timidamente embora e apenas para casos específicos, à possibilidade de detenção indireta de valores mobiliários por intermediários financeiros e outros agentes do mercado. Isso mesmo sucede, nomeadamente, no regime da gestão de carteiras ou nas regras relativas à interligação entre um sistema centralizado português e um outro estrangeiro, que habilitam de forma expressa a criação de *cadeias de titularidade*, apesar de não ser para o efeito consagrado um quadro jurídico claro e abrangente¹⁵⁰⁸.

II. Em terrenos próximos destas considerações surge o aceso debate doutrinal, que ainda hoje permanece, acerca do valor jurídico da inscrição em conta. Não pretendendo aqui revisitar em detalhe os termos em que se desenrolou até hoje esta discussão¹⁵⁰⁹, interessa ainda assim fazer-lhe uma referência breve, para nela tomar posição e, com isso, assentar definitivamente os pressupostos sobre os quais desenvolvo a análise subsequente.

O debate, que chegou entretanto aos tribunais¹⁵¹⁰, opõe as chamadas *tese declarativa* e *tese constitutiva*¹⁵¹¹: a primeira concebe o registo exclusivamente como mero *requisito de*

¹⁵⁰⁷ Cf. §§9.2 e 9.3.

¹⁵⁰⁸ Isto sem prejuízo de, em particular em resultado de evoluções legislativas mais recentes, os fenómenos de detenção indireta de valores mobiliários, em particular quando associados — como é típico — à utilização de contas de registo *omnibus* ou *globais*, serem hoje expressamente acolhidos na lei, ainda que de forma claramente parcelar. Assim sucede, como adiante será demonstrado em pormenor, no quadro da disciplina da intermediação financeira da salvaguarda de bens de clientes, especificamente nos arts. 306.º e 306.º-B. A este respeito, cf. §10.1. Numa outra perspetiva, este reconhecimento normativo de situações de titularidade indireta é patente naquelas disposições legais que permitem *levantar o véu* e atribuir relevância normativa às cadeias de intermediação desenvolvidas a partir da conta de registo individualizado, bem como, mais genericamente, a situações de titularidade fiduciária. Assim sucede, por exemplo, com a cláusula geral da detenção por conta prevista no art. 20.º/1-a) CdVM (cf. §13.º).

¹⁵⁰⁹ É significativa a literatura que se debruçou sobre o tema; assim, na vigência do CdMV, AMADEU FERREIRA, pp. 196 ss. e pp. 333 ss.; COSTA E SILVA, “Compra, venda e troca de valores mobiliários”, pp. 251 ss., e “Transmissão de valores mobiliários”, pp. 240 ss.; FAZENDA MARTINS, “Direitos Reais de gozo e garantia sobre valores mobiliários”, pp. 99 ss.; FERREIRA DE ALMEIDA, “Desmaterialização dos títulos de crédito”, pp. 34 ss.; OLIVEIRA ASCENSÃO, “Valor Mobiliário e título de crédito”, pp. 46; OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários*, pp. 22 ss. Já depois da entrada em vigor do CdVM, BRANDÃO DA VEIGA, *Transmissão de valores mobiliários*, p. 30 e pp. 224; P. CÂMARA, *Manual*, pp. 323 ss.; COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, II, pp. 377 ss.; ASSUNÇÃO CRISTAS, *Transmissão contratual do direito de crédito*, pp. 413 ss.; V. EIRÓ, *A transmissão de valores mobiliários*, pp. 145 ss.; FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, pp. 99 ss.; I. VIDAL, “Da ir(relevância) da forma de representação”, pp. 307 ss.; P. OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, pp. 355 ss. e 441 ss.; OLIVEIRA ASCENSÃO, “O actual conceito de valor mobiliário”, pp. 41 ss.

¹⁵¹⁰ Parecendo afirmar-se, principalmente nas decisões mais recentes, uma tendência favorável às teses constitutivas e, conseqüente, a configuração da transmissão de valores mobiliários segundo o denominado sistema do título e do modo — cf., designadamente, as decisões STJ 15-05-2008 (SANTOS BERNARDINO) e STJ 13-03-2007 (SEBASTIÃO PÓVOAS). Para uma indicação mais completa da jurisprudência que se pronunciou sobre o efeito translativo de um contrato de compra e venda de valores mobiliários, não apenas escriturais, mas também titulados, P. ALBUQUERQUE, *Direito das obrigações*, pp. 100 ss.

*oponibilidade*¹⁵¹², ao passo que a segunda faz depender da inscrição em conta a efetiva constituição de situações jurídicas incidentes sobre valores mobiliários, *maxime* a (transmissão da) titularidade¹⁵¹³. De acordo com a tese declarativa, a relevância do registo radicaria, em exclusivo, no plano da eficácia e, especificamente, da oponibilidade da titularidade à sociedade emitente e a terceiros¹⁵¹⁴. Ao invés, a tese constitutiva faz já depender do registo a chamada *oponibilidade absoluta* da titularidade de (ou de outra situação jurídica sobre) valores mobiliários, aí compreendendo, consequentemente, a produção de efeitos entre as próprias partes num negócio translativo¹⁵¹⁵. Numa perspetiva dinâmica, relacionando o tema da natureza do registo com o da transmissão de valores mobiliários¹⁵¹⁶, a tese declarativa não rejeita a produção do *efeito real* típico do contrato de compra e venda, independentemente da materialização do registo¹⁵¹⁷. Em sentido contrário, para a tese constitutiva, o quadro normativo traçado no CdVM¹⁵¹⁸ determina que aquele efeito translativo do contrato de compra e venda de valores mobiliários depende, mesmo entre as partes, não apenas do consenso, mas de um facto jurídico adicional: a inscrição em conta de registo individualizado aberta em nome do adquirente¹⁵¹⁹.

¹⁵¹¹ Para uma breve síntese do debate que, de natureza análoga, se desenvolveu nos ordenamentos espanhol e francês, onde a circulação de valores mobiliários assenta, também amplamente, nos registos em conta, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, pp. 100-101.

¹⁵¹² Ainda na vigência do CdMVM, sem pretensão de exaustividade, veja-se: OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários*, pp. 22 ss.; no direito atual, OLIVEIRA ASCENÇÃO, “O actual conceito de valor mobiliário”, pp. 41 ss.; P. ALBUQUERQUE, *Direito das obrigações*, pp. 99 ss.

¹⁵¹³ Na vigência do CdMVM, FERREIRA DE ALMEIDA, “Desmaterialização”, pp. 34 ss. Na vigência do CdVM, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 101; veja-se também P. CÂMARA, *Manual*, pp. 328-329; COUTINHO DE ABREU, *Curso*, II, pp. 378-379; V. EIRÓ, *A transmissão de valores mobiliários*, pp. 161 ss., ainda que excepcionando as transmissões em mercado regulamentado, o que, em rigor, coloca esta autora entre as chamadas teses mistas; e ASSUNÇÃO CRISTAS, *Transmissão contratual do direito de crédito*, pp. 424-425, para quem a “titularidade transmite-se, desde logo em mercado regulamentado, no momento da celebração da operação”.

¹⁵¹⁴ Cf. P. ALBUQUERQUE, *Direito das obrigações*, pp. 106 ss.

¹⁵¹⁵ *I.e.*, a oponibilidade perante o emitente, perante terceiros em geral e, também, entre as partes intervenientes no negócio subjacente — FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 102. Referindo expressamente que “os valores mobiliários se transmitem através de registo em conta — a débito na conta do alienante e a crédito na conta do adquirente”, P. CÂMARA, *Manual*, p. 327.

¹⁵¹⁶ Nesta perspetiva, vejam-se os textos de P. ALBUQUERQUE, *Direito das obrigações*, pp. 99 ss., e V. EIRÓ, *A transmissão de valores mobiliários*, pp. 161 ss.

¹⁵¹⁷ P. ALBUQUERQUE, *Direito das obrigações*, pp. 99 ss.

¹⁵¹⁸ A conclusão pela natureza constitutiva do registo é, no direito positivo, tipicamente ancorada nas seguintes normas do CdVM: art. 73.º/1; art.º 80.º/1, o “preceito material característico da natureza constitutiva do registo” (FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 103); art. 75.º; art. 55.º/1; e art. 56.º. Para os valores mobiliários titulados, a defesa do sistema do título e do modo é assente nos arts. 101.º/1 e 2.

¹⁵¹⁹ Assim, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 105; V. EIRÓ, “A transmissão de valores mobiliários”, pp. 161 ss.; P. CÂMARA, *Manual*, p. 327 ss. Tomando também posição neste sentido, PINTO DUARTE, *Curso de direitos reais*, p. 58. Segundo este entendimento, o contrato de compra e venda de valores mobiliários constituiria um desvio ao princípio consensualista previsto no art. 408.º, não bastando o acordo

Em consequência, enquanto a tese declarativa admite a existência de duas realidades suscetíveis de não coincidirem no mesmo sujeito, desdobrando a *titularidade da posição substantiva*¹⁵²⁰ — i.e., a titularidade dos direitos incorporados — e a *titularidade do documento representativo*¹⁵²¹, de onde resulta a legitimação para o exercício dos direitos representados, que é inerente ao registo¹⁵²², a tese constitutiva rejeita uma tal dissociação¹⁵²³, concebendo a inscrição em conta como *modo* imprescindível para a transmissão da titularidade de valores mobiliários¹⁵²⁴, cujo efeito indissociável é a

entre as partes para operar a transmissão, sendo ainda necessário o registo, para valores mobiliários escriturais, ou a entrega, para valores mobiliários titulados. Para uma abordagem geral do tema, ASSUNÇÃO CRISTAS/MARIANA GOUVEIA, “Transmissão de propriedade de coisas móveis e contrato de compra e venda”.

¹⁵²⁰ Assumindo aqui, para efeito da exposição, o caso paradigmático das ações.

¹⁵²¹ Neste sentido, P. COSTA E SILVA, “O conceito de accionista”, p. 450, admite a existência simultânea de uma titularidade aparente da participação social e de uma titularidade substantiva dessa mesma participação.

¹⁵²² Assim, OLIVEIRA ASCENSÃO, “Valor Mobiliário e Título de Crédito”, pp. 27 ss.; e “O actual conceito de valor mobiliário”, pp. 8 ss.; veja-se também P. ALBUQUERQUE, *Direito das obrigações*, pp. 107-108.

¹⁵²³ Entendem estes autores que uma *posição jurídica substancial* dissociada da realidade registral corresponderia a uma situação jurídica vazia das faculdades que são inerentes à titularidade de valores mobiliários — a um “direito vazio de conteúdo”, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 103 —, porquanto o exercício de direitos inerentes — como o de voto, o de receber dividendos ou juros ou de subscrição e aquisição — dependeria, em qualquer caso, da legitimidade conferida exclusivamente pelo registo. Também neste sentido, referindo-se a um *direito de propriedade esvaziado de conteúdo*, V. EIRÓ, *A transmissão de valores mobiliários*, pp. 164 ss. Reside precisamente no conteúdo da posição jurídica do adquirente *não registado* de valores mobiliários um dos aspetos de regime que, interpretado de forma distinta pelos autores que se situam de cada lado da querela, é simultaneamente invocado como confirmação quer da tese declarativa, quer da tese constitutiva. Em causa estão dois preceitos do CdVM: o art. 80.º/2, que vem dispor que *a compra em mercado regulamentado de valores mobiliários confere ao comprador, independentemente de registo e a partir da realização da operação, legitimidade para a sua venda nesse mercado*; e o art. 210.º/1, nos termos do qual *os direitos patrimoniais inerentes aos valores mobiliários vendidos [em bolsa] pertencem ao comprador desde a data da operação*. A partir destas disposições legais, os proponentes da tese declarativa apontam a contradição entre os efeitos *alocativos* que delas resultam em benefício do adquirente, independentemente de registo, e a sua consequente incompatibilidade com a natureza constitutiva deste: afinal, concluem estes autores, a posição jurídica em que se encontra investido o adquirente de valores escriturais e equiparados, mesmo antes de registo, integra já algumas faculdades tipicamente inerentes à titularidade de valores mobiliários — cf., OLIVEIRA ASCENSÃO, “O actual conceito de valor mobiliários”, pp. 41 ss.; P. ALBUQUERQUE, *Direito das obrigações*, pp. 110 ss. Uma autora conclui ainda, a partir destes preceitos, que a natureza constitutiva do registo valeria apenas para as operações feitas fora de mercado (I. VIDAL, “Da ir(relevância) da forma de representação”, p. 302, posição que parece ser seguida por V. EIRÓ, “A transmissão de valores mobiliários”, p. 163), assumindo por isso, neste debate, uma posição já qualificada de *mista* (cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 101). Por seu turno, os autores que sustentam a tese constitutiva rejeitam qualquer contradição entre os referidos efeitos alocativos independentes de registo e a natureza constitutiva da inscrição em conta: o art. 210.º/1 CdVM limitar-se-ia a definir critérios para esclarecer as obrigações recíprocas de comprador e vendedor na pendência do registo, ao passo que o art. 80.º/2 CdVM vem conferir ao adquirente não registado — mas credor do direito à transmissão dos valores mobiliários — a faculdade de alienar, “por em contrato também obrigacional, valores comprados no mesmo mercado onde o comprador os pretende vender” (FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 106), solução que, sem pôr em causa a sua segurança, favoreceria a liquidez do mercado. Também neste sentido, relacionando o efeito do art. 80.º/2 do CdVM à legitimidade para alienar e não à titularidade, COUTINHO DE ABREU, *Curso*, II, p. 378-379; AMADEU FERREIRA, “Títulos de crédito e valores mobiliários”, p. 16.

¹⁵²⁴ Cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, pp. 101 ss.; COUTINHO DE ABREU, *Curso*, II, p. 380, referindo-se ao registo de ações escriturais, mas também à entrega de ações tituladas ao portador e à declaração de transmissão nas ações tituladas nominativas, fala de *formalidades essenciais* para a transmissão.

transmissão da posição jurídica causal¹⁵²⁵ — no caso paradigmático das ações, a posição de socialidade¹⁵²⁶. Não que, para este último entendimento, seja irrelevante o negócio causal ou o título que está na base do registo. Desde logo, a invalidade do negócio causal contaminaria por regra o registo e, por essa via, o reconhecimento da titularidade de valores mobiliários¹⁵²⁷. Por outro lado, a realidade negocial *subjacente* ao registo pode conferir a um sujeito (não titular registado) o direito a requerer o registo¹⁵²⁸, assumindo a titularidade dos valores mobiliários¹⁵²⁹. Além disso, o sistema prevê, como válvula de escape, a possibilidade de produção de prova contra o registo, por via da elisão da presunção de titularidade (cf. art. 74.º/3 CdVM)¹⁵³⁰. Simplesmente, ainda segundo a doutrina constitutiva, esta relevância da realidade subjacente ao registo, podendo interferir com a titularidade de valores mobiliários — permitindo ou *invalidar* ou *atualizar* um registo, por exemplo —, não pode com ela ser confundida e, muito menos, a ela ser equiparada: a titularidade de valores mobiliários e a transmissão — originária ou derivada — da posição jurídica causal dependem sempre de inscrição em conta de registo individualizado^{1531/1532}.

Também V. EIRÓ, “A transmissão de valores mobiliários”, pp. 161 ss., mas restringindo esta regra geral às transmissões fora de mercado.

¹⁵²⁵ Cf. V. EIRÓ, “A transmissão de valores mobiliários”, p. 163. COUTINHO DE ABREU, *Curso*, II, p. 381, assinala que, na ação, como nos títulos de crédito causais, “não há um direito ou posição jurídica cartular ulterior à posição jurídica causal”; sobre a tipologia dos títulos de crédito, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Títulos de Crédito*, pp. 25 ss.

¹⁵²⁶ Sem o registo, não haveria transmissão de qualquer faculdade integrante de um direito absoluto.

¹⁵²⁷ Sobre a invalidade do registo, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, pp. 117 ss.

¹⁵²⁸ Cf. ASSUNÇÃO CRISTAS, *Transmissão contratual do direito de crédito*, p. 425.

¹⁵²⁹ Cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Desmaterialização”, p. 34, e “Registo de valores mobiliários”, p. 103. Em sentido convergente, COUTINHO DE ABREU, *Curso*, II, p. 381.

¹⁵³⁰ Cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 104.

¹⁵³¹ Assim, COUTINHO DE ABREU, *Curso*, II, pp. 380-381. Na expressão plástica deste autor, quando os títulos ou os registos em conta existam, quando as ações estejam já perfeitas, eles devem ser o *veículo necessário para a circulação das participações sociais*.

¹⁵³² Lançando pistas para um tema que será retomado depois de adotada uma posição quanto à natureza do registo, a opção pela *tese declarativa* ou pela *tese constitutiva* tem consequências decisivas no modo como o direito (mobiliário) português admite a dissociação entre titularidade jurídica e alocação do conteúdo económico de um direito, e portanto reflexo imediato na construção jurídica subjacente a certas situações de natureza fiduciária. Na verdade, seguida a posição que atribui efeito meramente declarativo ao registo, fica aberta a porta para a cisão voluntária entre titularidade e legitimidade, seguindo os moldes da chamada *fidúcia germânica* (cf. §1.2). Valendo o registo puramente como requisito de oponibilidade a terceiros, e portanto não afetando a manutenção — e relevância normativa — da relação substantiva subjacente (i.e., as *duas realidades*, utilizando a expressão já usada na literatura), seria concebível o negócio causal ao abrigo do qual a inscrição dos valores mobiliários em conta de registo individualizado (por exemplo, em nome de um intermediário financeiro) teria como propósito exclusivamente a *circulação da legitimação*, sem transmissão da posição jurídica substantiva causal (no caso das ações, a posição de socialidade), que permanecia imputável a um outro sujeito (por exemplo, um investidor). Admitindo esta construção para o caso específico da locação financeira de ações, M. COSTA ANDRADE, *A Locação Financeira de Ações e o Direito Português*. Uma tal dissociação será, por seu turno, intolerável se seguida a tese constitutiva, precisamente porque ela assenta na impossibilidade de separar

III. Avaliados os elementos normativos relevantes e, particularmente, as disposições que constituem os pontos cardinais do sistema de circulação de valores mobiliários no direito hoje vigente, a opção só pode recair pela *tese constitutiva*, entendendo-se em consequência que a inscrição em conta surge, na realidade, como pressuposto essencial da oponibilidade absoluta de situações jurídicas incidentes sobre valores mobiliários escriturais (e a eles equiparados), seja nas relações entre as partes — de um negócio de subscrição ou transmissão —, seja nas relações com o emitente e com terceiros em geral. O direito mobiliário português consagra assim um desvio ao princípio consensualista previsto no art. 408.º, concebendo a inscrição em conta como o *modo*¹⁵³³ necessário para a aquisição — originária ou derivada — de valores mobiliários escriturais¹⁵³⁴, bem como necessário para o exercício dos direitos e faculdades que integram o seu conteúdo típico. Mais ainda, o quadro normativo traçado pelo Código a respeito da circulação de valores mobiliários assume uma ligação indissociável entre documento e posição jurídica causal¹⁵³⁵, rejeitando a convivência, em paralelo e enquanto categorias dogmáticas independentes, da *titularidade registral* (ou, em homenagem à doutrina dos títulos de crédito, *cartular*) — *i.e.*, a legitimidade para exercício dos direitos incorporados no documento — e da *titularidade substancial* daqueles direitos incorporados. Não interessa aqui repisar todo o argumentário de um debate doutrinal que, mesmo ainda em aberto, atingiu um elevado grau de desenvolvimento. Assentando nas construções dos autores que chegaram antes a esta conclusão, interessa aprofundar algumas das fundações que suportam a posição adotada, procurando ainda alertar para aspetos que parecem não ter sido ainda trazidos para o seio do debate.

a titularidade do documento representativo — e a consequente legitimidade para exercício das faculdades que lhe são inerentes —, de um lado, e a titularidade da posição jurídica causal representada. Não que a tese constitutiva simplesmente impeça o surgimento de situações de titularidade fiduciária — estas podem emergir seguindo o figurino da denominada fidúcia romanística, que pressupõe a efetiva transmissão da titularidade do direito para um fiduciário, e não apenas da legitimidade para o exercício desse direito. Inadmissível seria porém a constituição de uma situação titularidade fiduciária de tipo germânico, precisamente em resultado da negação da manutenção, lado a lado, da legitimidade registral e da titularidade substantiva causal.

¹⁵³³ Sendo que o título — materializado, designadamente, num contrato de compra e venda de valores mobiliários — é omitido pela lei, porque pressuposto.

¹⁵³⁴ Valendo porém, como também assinalado na doutrina, um idêntico desvio para os valores titulados, constituindo nesses casos o modo para a transmissão ou a entrega (valores ao portador) ou a declaração de transmissão (valores nominativos).

¹⁵³⁵ O que é consistente com a recondução da generalidade dos valores mobiliários, e especificamente das ações e obrigações, à categoria de títulos de crédito causais.

É, desde logo, é decisiva a circunstância de o direito posto fazer depender integralmente de inscrição prévia em conta de registo individualizado o exercício das faculdades que integram o conteúdo típico da posição de titular de valores mobiliários escriturais (e equiparados). Não é apenas a constituição e posterior transmissão dos valores mobiliários — *i.e.*, do documento¹⁵³⁶; é o próprio reconhecimento normativo do conteúdo da situação jurídica representada que assenta decisivamente no registo. Pensando no caso paradigmático da ação, é do registo que depende o reconhecimento da titularidade da participação social, da qualidade de sócio, e em consequência o exercício dos direitos inerentes, mas também a posição de sujeição face aos deveres inerentes. A incorporação, operada por lei, da posição de socialidade no valor mobiliário escritural não se limita, destarte, a criar um *poder de exercício* separado e autónomo face à situação jurídica representada. Ao invés, ela impede a abstração, que na realidade seria sempre incompatível com a natureza dos valores mobiliários enquanto títulos causais, de conceber uma situação jurídica de titularidade independente do registo.

Não que a realidade negocial que serve de causa ao registo seja indiferente ou irrelevante; nem se ignora que o registo de valores mobiliários é um registo *causal*¹⁵³⁷. Seguindo de perto a doutrina de FERREIRA DE ALMEIDA, conceber o registo como condição *necessária* para titularidade de valores mobiliários não equivale todavia a reconhecer que ele constitui condição *suficiente*. Não se rejeita por isso a relevância do título — *i.e.* do negócio causal que serve de base ao registo — na consolidação da posição jurídica de titular¹⁵³⁸, e não apenas nos casos em que a inexistência ou invalidade desse negócio causal pode ter repercussão na realidade registral. De um título causal podem resultar direitos de crédito — *maxime*, o direito a exigir o registo¹⁵³⁹ — que são merecedores de tutela, não constituindo porém direitos absolutos, no sentido de plenamente oponíveis a terceiros, nem se confundindo com a realidade jurídica incorporada no valor mobiliário. Em suma, da realidade subjacente ou de negócios causais podem resultar direitos ou à *invalidação* ou à *atualização* do registo; mas seguramente não direitos idênticos na substância aos produzidos pela inscrição em conta. De resto, esta relevância da realidade jurídica que

¹⁵³⁶ Cf. art. 80.º CdVM.

¹⁵³⁷ Princípio que encontra uma concretização fundamental, por exemplo, no art. 67.º CdVM.

¹⁵³⁸ Cf., por todos, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 104; SOVERAL MARTINS, *Valores Mobiliários*, p. 35.

¹⁵³⁹ Neste sentido, uma vez mais, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 103, e, já antes, “Desmaterialização”, p. 243.

subjaz ao registo de valores mobiliários manifesta-se, decisivamente, na possibilidade de elisão da presunção de titularidade prevista no n.º 3 do art. 74.º CdVM¹⁵⁴⁰ e, portanto, na admissibilidade de produção de prova contra o registo, ainda que para efeitos limitados¹⁵⁴¹. O que se rejeita, porém, porquanto sucumbem para tal fundamentos de direito positivo, é o entendimento dicotómico segundo o qual o registo serve exclusivamente o propósito de assegurar a *circulação da legitimidade*, sem interferir na titularidade substantiva das posições jurídicas representadas pelos valores mobiliários.

A rejeição desta convivência daquelas *duas realidades* não se justifica, por isso, pela sua suposta incompatibilidade com a tese constitutiva¹⁵⁴², um percurso que seria sempre metodologicamente enviesado. Uma tal convivência autónoma da titularidade registral e da titularidade substantiva é rejeitada simplesmente porque a lei não reconhece qualquer

¹⁵⁴⁰ De acordo com esta norma, quando esteja em causa o cumprimento de deveres de informação, de publicidade ou de lançamento de oferta pública de aquisição, a presunção de titularidade resultante do registo pode ser elidida, para esse efeito, perante a autoridade de supervisão ou por iniciativa desta.

¹⁵⁴¹ Isto dito, não é sem alguma perplexidade que se encontra uma norma como a vertida no art. 74.º/1 CdVM, segundo a qual a inscrição em conta faz *presumir* a titularidade dos valores mobiliários, permitindo o n.º 3 do mesmo artigo que esta *presunção* de titularidade seja, para determinados efeitos, elidida perante a CMVM. Conhecem-se e compreendem-se os argumentos aduzidos por FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 104, em defesa da compatibilidade entre a natureza constitutiva e o valor probatório do registo. É de facto certo que, como nota o autor, não existe uma relação alternativa entre eficácia constitutiva e eficácia probatória. Todavia, o recurso a esta técnica, sugerindo um efeito puramente probatório, no âmbito de uma disciplina cujos pontos cardinais apontam — quase sempre de forma inequívoca — para a natureza constitutiva da inscrição em conta, parece surgir algo deslocado e passível de causar incerteza normativa, parecendo motivado mais por razões históricas do que de necessidade ou de compatibilidade dogmática. Interessa notar que, no quadro mais amplo da influência que o registo predial teve na conformação do sistema de registo de valores mobiliários (a este respeito, por todos, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, pp. 90 ss.), a formulação deste art. 74.º segue muito de perto o disposto no art. 7.º do Código de Registo Predial, que dispõe que [o] *registo definitivo constitui presunção de que o direito existe e pertence ao titular inscrito, nos precisos termos em que o registo o define, que por sua vez avia já inspirado o art. 64.º/6, primeira parte, do CdMVM, que dispunha que [a]s pessoas em nome das quais se encontrem definitivamente inscritos, nas contas referidas no n.º 1, quaisquer direitos sobre os valores nelas registados presumir-se-ão seus legítimos titulares, nos precisos termos em que o registo o defina (...)*. Ora, uma disposição com este teor normativo faz todo o sentido num quadro em que o registo tem natureza meramente declarativa e assume, essencialmente, uma função de oponibilidade a terceiros. Isso sucede, em regra, com o registo predial: aí, a constituição de uma situação jurídica não depende — com a exceção proeminente da hipoteca — do registo, servindo para conferir fé pública àquela situação jurídica e fazer presumir os direitos sobre ela incidentes — eficácia enunciativa e consolidativa (cf. J. ALBERTO VIEIRA, *Direitos Reais*, pp. 282 ss.; MENEZES LEITÃO, *Direitos Reais*, pp. 271-272; PINTO DUARTE, *Curso de Direitos Reais*, pp. 120-121; SANTOS JUSTO, *Direitos Reais*, pp. 63 ss.). Já no âmbito de uma disciplina em que a própria constituição da situação jurídica em causa é tornada totalmente dependente da inscrição registral, parece já algo incongruente falar-se de uma presunção, uma vez que o registo, mais do que provar uma situação jurídica, está na verdade na sua génese. Ao dizer-se isto, não se está a esquecer a natureza causal do registo de valores mobiliários (cf. art. 67.º CdVM). O que, noutra direção, se pretende sustentar é que, levada às suas últimas consequências, a natureza constitutiva prescinde do recurso à presunção: se há registo, há situação jurídica; tal registo pode, porém, ser ou invalidado, ou atualizado, em função de um título causal relevante, vicissitudes que, porém, não consubstanciam uma qualquer elisão da presunção do registo, mas antes uma vicissitude do próprio registo. Como se verá, isto que acaba de ser dito tem consequências importantes no entendimento e na interpretação da norma vertida no art. 74.º/3 CdVM.

¹⁵⁴² Como parece sugerir, por exemplo, P. ALBUQUERQUE, *Direito das obrigações*, p. 107

relevância normativa a esta segunda categoria. Ou melhor, reconhece relevância normativa aos efeitos obrigacionais resultantes do negócio causal, mas não os equipara a uma situação de titularidade da posição jurídica incorporada. Uma tal realidade substantiva, paralela à realidade registral, não passa de uma ficção¹⁵⁴³, que talvez encontre a sua causa num excessivo comprometimento com a doutrina clássica dos títulos de crédito, mas que, para além de desconsiderar a assinalada natureza causal dos títulos de crédito, faz *tábua rasa* de um regime que, por diversas razões, pretende precisamente vedar aquela dicotomia, permitindo o *levantamento do véu* criado pelo registo apenas em situações excecionais e para efeitos bem delimitados.

IV. Isto que se acaba de dizer não é afetado pela consideração do disposto nos arts. 80.º/2 e 210.º/2 CdVM. Os defensores da tese declarativa encontram nestes preceitos, relacionados com a transmissão de valores mobiliários em mercado regulamentado, o suposto fundamento de uma titularidade independente de registo e, portanto, da eficácia real por mero efeito do contrato de compra e venda¹⁵⁴⁴. Esta posição parece assentar, porém, numa incompreensão do efetivo alcance normativo daquelas duas disposições, que radica muito mais nas peculiaridades (jurídicas) próprias da negociação em *bolsa*, do que no reconhecimento de uma transmissão *consensual* da titularidade de valores mobiliários em mercado regulamentado.

É indisputável que a negociação em mercado assenta em regras e pressupostos próprios, que redundam num sistema de intermediação obrigatória, seja para efeitos da transmissão e execução de ordens, seja também para efeitos de liquidação e compensação das operações¹⁵⁴⁵. Enquanto operação, a transmissão de valores mobiliários em mercado implica uma concatenação de atos sucessivos, que na sua base têm a emissão de ordens — de compra e de venda — pelos investidores aos seus intermediários financeiros, que se encarregam depois da sua introdução em mercado¹⁵⁴⁶. Neste quadro, e independentemente

¹⁵⁴³ É apontado aos defensores da tese declarativa que uma tal posição consubstanciaria um “*direito vazio de conteúdo*” — cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 103.

¹⁵⁴⁴ P. ALBUQUERQUE, *Direito das obrigações*, pp. 110 ss. Estas disposições levam outra parte da doutrina a conceber, para a transmissão de valores mobiliários em mercado regulamentado, uma exceção ao sistema do título e modo — assim, V. EIRÓ, *A transmissão de valores mobiliários*, pp. 161-163.

¹⁵⁴⁵ P. CÂMARA, *Manual*, p. 333. Sobre esta duas fases da negociação em bolsa, BRANDÃO DA VEIGA, “As fases de negociação e de liquidação e compensação de operações de bolsa a contado”, pp. 201 ss.

¹⁵⁴⁶ Para uma explicação detalhada deste iter *transmissivo*, P. CÂMARA, *Manual*, pp. 333 ss.

do debate em torno da natureza desta transmissão em mercado¹⁵⁴⁷, é com segurança que pode ser afirmada a natureza atípica do processo formativo desta categoria de compra e venda de valores mobiliários, assente na emissão de ordens unilaterais. Ora, tendo em atenção esta característica, aquilo que o art. 80.º/2 CdVM vem permitir é a *antecipação* do momento em que o comprador pode emitir nova ordem de venda em mercado¹⁵⁴⁸. Esta faculdade funda-se não no reconhecimento de titularidade dos valores mobiliários, mas antes na posição de credor da transmissão, conferindo ao comprador uma *legitimação excepcional*¹⁵⁴⁹ para dirigir a intermediário financeiro nova ordem de venda¹⁵⁵⁰. O comprador não está por isso a alienar valores mobiliários que são seus, mas a emitir uma ordem de venda assente na sua posição de credor¹⁵⁵¹. Neste quadro, a consolidação definitiva da transmissão dos valores mobiliários dependerá da liquidação e compensação a realizar pelo(s) intermediário(s) financeiro(s) responsável(eis), bem como do subsequente registo, oficioso¹⁵⁵², em nome do adquirente (final). É nestes termos fomentada a liquidez do mercado — permitindo-se a negociação antes da liquidação —, sem fazer depender o funcionamento eficaz do mercado do imediato cumprimento de formalidades jurídicas.

Raciocínio paralelo vale para a interpretação do art. 210.º/2 CdVM, ainda que agora relacionado não com a *disposição* de valores mobiliários em mercado, mas com o exercício de alguns dos direitos que lhe são inerentes. Do que se trata, aqui, é da imediata alocação dos chamados direitos patrimoniais a partir da data da liquidação da operação em mercado.

¹⁵⁴⁷ A natureza não contratual da celebração de negócios em bolsa foi defendida, na vigência do CdVM, por P. COSTA E SILVA, “Compra, venda e troca de valores mobiliários”, pp. 250 ss., e também por OLIVEIRA ASCENÇÃO, “A Celebração de Negócios em Bolsa”, pp. 177 ss. Em sendo oposto, P. CÂMARA, *Manual*, pp. 338 ss.

¹⁵⁴⁸ Sendo que, atento o funcionamento comum do mercado, esta antecipação tem relevância essencialmente intradiária.

¹⁵⁴⁹ Mais uma manifestação de um fenómeno de dissociação entre *titularidade* e *legitimidade para dispor*, que o nosso ordenamento conhece noutros sectores — cf. 7.2.

¹⁵⁵⁰ Relembrem a genericamente aceite venda comercial de coisa alheia, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 106; D. DRAGO, “Actos abstractos e circulação de valores mobiliários”, p. 514. Argumento que serve para corroborar a ideia de que o art. 80.º/2 consagra uma legitimidade para emitir uma ordem em mercado, não assentando no reconhecimento antecipado de titularidade dos valores mobiliários, é a irrevogabilidade da ordem de venda — imposta pelo art. 277.º CdVM —, que resiste mesmo a uma eventual invalidade do negócio transmissivo causal. Na verdade, por razões que se prendem com a segurança e regular funcionamento do mercado, a transmissão de ordens para mercado não pode ser anulada, mesmo quando sucumba o negócio causal que lhe serviu de base. Significa isto que mesmo uma ordem de venda transmitida por um não titular produzirá os seus efeitos. Ora, o que o art. 80.º/2 vem fazer é tornar admissível a emissão de uma ordem de venda por um não titular.

¹⁵⁵¹ Dito de outro modo, o art. 80.º/2 CdVM confere legitimidade para emitir uma ordem de venda, impedindo que o intermediário destinatário rejeite a sua execução ao abrigo do art. 326.º/2-a) CdVM — neste sentido, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 106.

¹⁵⁵² Cf. art. 66.º/1 CdVM.

Porém, este efeito alocativo que resulta daquele preceito legal funda-se, uma vez mais, no reconhecimento pela lei da posição de credor da transmissão em que se encontra investido o comprador, e não numa alegada titularidade que antecede o registo. Aliás, prova disso mesmo é a circunstância de, no mesmo artigo, se permitir a adoção de um *diferente regime de atribuição de direitos inerentes aos valores mobiliários transaccionados* (cf. n.º 3)¹⁵⁵³. Uma vez mais, as preocupações com a liquidez, eficiência e o funcionamento regular do mercado obrigam a lei, especificamente para a negociação em bolsa, a tratar um aspeto que lhe é particular: a distribuição do risco inerente aos valores mobiliários logo a partir da conclusão da operação, optando pela sua transferência imediata para o comprador. Prova evidente de que tal alocação se funda na posição de credor, e não no reconhecimento antecipado da sua titularidade dos valores mobiliários independentemente de registo, é a admissibilidade de solução diferente.

Face ao que fica exposto, parece evidente que, mais do que compatíveis, estas disposições legais servem para comprovar a natureza constitutiva do registo de valores mobiliários, que impõe algumas adaptações de regime quando se trate de negociação em bolsa. O reconhecimento da posição de credor da transmissão do comprado em bolsa habilita, como forma de prossecução de objetivos fundamentais como a liquidez e eficiência do mercado, a produção imediata de alguns efeitos alocativos resultantes da operação — a legitimidade para emitir ordem de venda, os direitos patrimoniais — que porém se não confundem com a efetiva titularidade dos valores mobiliários ou com a imputação da posição material que eles representam, que dependem sempre da liquidação e compensação da operação e do subsequente registo.

¹⁵⁵³ Representando situações jurídicas complexas, os valores mobiliários incorporam uma pluralidade de direitos (e deveres), alguns dos quais suscetíveis de serem individualizados, ou destacados, eventualmente mesmo para negociação autónoma em mercado. Trata-se dos chamados direitos destacáveis, bem conhecidos na doutrina nacional. Na literatura nacional, PAIS DE VASCONCELOS, “Direitos Destacáveis”, pp. 167 ss.; OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários*, pp. 55 ss.; AMADEU FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, pp. 204 ss.; COSTA SANTOS, “Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários”, pp. 55 ss.). Fala-se aqui daqueles direitos de natureza patrimonial suscetíveis de individualização e exercício autónomo sem que saia afetada a integralidade do direito subjetivo plasmado no valor mobiliário (cf. PAIS DE VASCONCELOS, “Direitos Destacáveis”, p. 174) e que não tenham já sido (formalmente) destacados. Interessa não confundir esta classificação com uma outra, que é a dos direitos equiparados a valores mobiliários e que, para além de individualizáveis, devem ser suscetíveis de negociação (e transmissão) em mercado. Na categoria dos direitos destacáveis incluem-se os direitos remuneratórios (prémios, juros ou dividendos — cf. COSTA SANTOS, “Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários”, p. 67), mesmo os vencidos, mas desde que determinados, bem como direitos à subscrição ou aquisição de novos valores mobiliários (cf. AMADEU FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais*, p. 55), mas já não os chamados direitos políticos, bem como aqueles outros direitos que, ainda que de conteúdo económico, se configurem como contrapartida da extinção ou substituição do valor mobiliário. Da mesma maneira que o não serão direitos de conversão ou troca de valores mobiliários, por poderem ser exercidos de forma autónoma (cf. COSTA SANTOS, “Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários”, p. 67).

V. A tudo isto que ficou dito acresce a necessária consideração dos objetivos normativos que subjazem ao regime da circulação de valores mobiliários no ordenamento português e, em particular, ao sistema de controlo de valores mobiliários escriturais (e equiparados). O Código de Valores Mobiliários consolidou o chamado *modelo latino* da titularidade direta de valores mobiliários; essa opção enquadra-se num processo mais amplo de afirmação do registo como suporte idóneo para, com segurança e eficácia, assegurar a circulação mobiliária, designadamente em mercado. Vencendo os preconceitos que prevalecem ainda noutros ordenamentos, o suporte escritural foi aceite como modo de representação e incorporação das posições jurídicas anteriormente *tituladas*. Porém, um tal objetivo teve como pressuposto a atribuição de natureza constitutiva ao registo; o sistema não poderia nunca funcionar, de forma segura e eficiente, se o registo servisse unicamente uma *função de legitimação* e se, em consequência, se admitisse a relevância normativa de uma titularidade substantiva, independente do registo.

São evidentes os riscos colocados por um sistema que atribuísse ao registo funções limitadas, relacionadas apenas com a legitimidade para o exercício de direitos inerentes, ainda mais quando se atenta a característica de negociabilidade em massa dos valores mobiliários, e que a generalidade dos títulos de crédito não partilham. Por exemplo, como compatibilizar a relevância autónoma da realidade substantiva com as regras de proteção de terceiros de boa fé e da irrevogabilidade das ordens de bolsa? Como assegurar o regular, eficiente e previsível funcionamento do mercado e simultaneamente admitir que a titularidade das situações representadas pelos valores mobiliários escape a um sistema padronizado e pré-determinado na lei? No limite, e pensando no caso das ações, o reconhecimento em paralelo da realidade registral e da realidade substantiva implicaria uma multiplicação de sócios e de direitos sociais, resultado intolerável.

A segurança e eficiência do mercado, assente inevitavelmente na representação escritural, concorrem, em conjunto com os demais elementos hermenêuticos recolhidos ao longo do percurso, para a afirmação de um resultado normativo em que a titularidade na ordem substantiva é tornada dependente da realidade registral, e em que as vicissitudes de uma repercutem-se na outra, mas elas não convivem autonomamente.

9.2 Entre a lei e a prática: a *titularidade indireta* de valores mobiliários no tráfego mobiliário português

9.2.1 Referência sumária a alguns modelos de intermediação financeira de natureza fiduciária; delimitação da análise ao caso paradigmático da titularidade indireta de valores mobiliários

I. As conclusões formuladas até aqui constituem apenas a primeira parte do percurso, servindo como pano de fundo dogmático sobre o qual se pretende, de agora em diante, identificar e enquadrar juridicamente uma situação paradigmática de titularidade fiduciária de valores mobiliários com relevância no tráfego. De facto, o que acaba de ser dito a respeito da adesão a um modelo de *titularidade* (ou *detenção*) *direta* de valores mobiliários, assente no reconhecimento da natureza constitutiva do registo em conta, não significa que o registo de valores mobiliários reflita sempre a *realidade jurídica* que lhe está subjacente, ou sequer que a reflita de forma integral¹⁵⁵⁴. Nada impede, sendo aliás frequente, que a titularidade de valores mobiliários resultante do registo *esconda* uma situação jurídica complexa, em que o sujeito titular da conta de registo individualizado — tipicamente um intermediário financeiro, quase sempre na prestação de um serviço profissional —, atuando embora em nome próprio, o faz por conta e em benefício de terceiros, por regra seus clientes. Isto é, situações em que a titularidade dos valores mobiliários surge dissociada do resultado económico que lhe está associado, o qual, por contrato, se encontra integralmente repercutido na esfera de terceiro¹⁵⁵⁵.

Quase sempre, estas hipóteses de *titularidade por conta* de valores mobiliários, seguramente próximas do fenómeno fiduciário de gestão, são *criações sociais*, encontrando o seu catalisador na dinâmica própria do tráfego dos negócios; as necessidades particulares dos agentes económicos que se movem no mercado de capitais (emitentes, investidores, intermediários) levam-nos frequentemente a afastar-se dos modelos pré-determinados na lei, em busca de maior flexibilidade operacional e comercial, ou fruto da influência decisiva

¹⁵⁵⁴ Ou, noutro termos, tal adesão a um modelo de titularidade direta não impede o surgimento de situações em que o binómio *titular/não-titular* dos valores mobiliários é insuscetível de capturar a realidade em toda a sua complexidade (cf. VAUPLANE/BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, p. 798).

¹⁵⁵⁵ Recorde-se a aproximação preliminar da noção de titularidade fiduciária com fins de gestão oferecida nas páginas introdutórias deste estudo — cf. §2.º.

dos usos comerciais prevalecentes noutros mercados financeiros dominantes. Ainda assim, mesmo constituindo um fenómeno quase sempre atípico, motivado por razões de conveniência, eficiência económica e operacional, aquelas situações revestem um inequívoco alcance normativo, porquanto denotam a observância e implementação de parâmetros jurídicos uniformes¹⁵⁵⁶.

II. Neste quadro, são amplamente difundidas no tráfego — e bem conhecidas na literatura jurídica estrangeira¹⁵⁵⁷ — situações caracterizadas pela *instrumentalidade* de uma transmissão de valores mobiliários (tipicamente de ações) para um intermediário financeiro, dissociada porém da imputação do respetivo risco de investimento (*chances e perdas*). É inquestionável a diversidade estrutural e funcional que subjaz a estas realidades. Um esforço de síntese permite, ainda assim, identificar três traços que lhes são sempre comuns: em primeiro lugar, a aquisição (ou subscrição) de uma carteira de valores mobiliários por um intermediário financeiro, que por essa via adquire a respetiva titularidade a título da prestação de um serviço profissional; em segundo lugar, a natureza instrumental e por princípio temporária dessa aquisição, fruto da vinculação do intermediário financeiro à prossecução do interesse patrimonial do cliente que motiva a operação; em terceiro, a estipulação de um programa contratual — que consoante os casos pode ser mais ou menos explícito, mais ou menos complexo — destinado a regular a atuação do intermediário financeiro titular dos valores mobiliários na vigência do arranjo contratual, que inclui o exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários e, na maioria dos casos, impõe uma obrigação de (re)transmissão, possivelmente em mercado, dos mesmos. Em suma, situações em que a titularidade transitória e instrumental de valores

¹⁵⁵⁶ Sobre a relevância jurídica dos usos no direito comercial, cf., por exemplo, ENGRÁCIA ANTUNES, “Os Usos e o Costume no Direito Comercial”, pp. 215 ss.

¹⁵⁵⁷ Sobre a relevância dos fenómenos de titularidade fiduciária de valores mobiliários no espaço jurídico alemão e a dicotomia, aceite na literatura jurídica, relativa à gestão de patrimónios (*Vermögensverwaltung*), que distingue o chamado *Vertretermodell*, caracterizado pelo reconhecimento ao intermediário financeiro de um poder de representação para atuar em nome e por conta do cliente (no quadro do §164 BGB), e o *Treuhandmodell*, que pressupõe já a transmissão para o intermediário financeiro da titularidade dos valores mobiliários, cf. KIENLE, “Vermögensverwaltung”, pp. 1177-1178; e SCHÄFER, “Vermögensverwaltung”, pp. 1214-1215. Noutro ordenamento, a doutrina francesa trata o tema do prisma das chamadas *transmissões temporárias de valores mobiliários*, aquelas operações em que a aquisição determinados de valores mobiliários é acompanhada de uma certeza, ou quase-certeza, de revenda dos mesmos a prazo (cf. AUCKENTHALER, *Droit des Marchés de Capitaux*, pp. 111 ss.; LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*; VAUPLANE/BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, p. 772 ss. Esta noção (funcional) de transferência temporária de valores mobiliários, cujo conteúdo impõe uma nova transmissão, é acolhida por BRANDÃO DA VEIGA, *Transmissão de Valores Mobiliários*, pp. 187 ss.

mobiliários constitui a *prestação definidora* de uma relação contratual de intermediação financeira e em que, por essa razão, a *situação proprietária* em que fica investido o intermediário financeiro se encontra contratualmente vinculada à prossecução do interesse e de fins de um terceiro, a quem permanece predominantemente alocado o risco de investimento — e portanto o *resultado económico* — subjacente aos valores mobiliários.

A finalidade mais comumente associada a estes casos de titularidade instrumental de valores mobiliários — mas não a única — é a manutenção de reserva e segredo a respeito da intenção de adquirir (ou aumentar) uma participação social. É nesses casos a interposição de um terceiro, designadamente um intermediário financeiro atuando a título profissional, que permite a prossecução *não imediatamente transparente* desse objetivo¹⁵⁵⁸, o que pode, em concreto, ser justificado por razões de natureza comercial, financeira ou mesmo pessoal^{1559/1560}. Este objetivo de *reserva* deve ser compatibilizado com os deveres de

¹⁵⁵⁸ Notando, para a convenção de *portage*, esta característica, cf. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, pp. 33 ss.; LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, pp. 85 ss.; D. SCHMIDT, “Les opérations de portage de titres de sociétés”, p. 34; B. TREILLE, “Les conventions de portage”, p. 728. Ao reconhecer-se que a reserva constitui um objetivo típico deste tipo de situações de titularidade temporária de valores mobiliários, não se está a ceder ao *pré-conceito* que as associa a um propósito evasivo, destinando-se a evitar imposições legais de outra forma aplicáveis, atuando os intervenientes em fraude à lei e ultrapassando as fronteiras da licitude. Na verdade, independentemente do regime jurídico que lhes deva ser aplicado, nomeadamente quanto aos requisitos de transparência, a *polifuncionalidade* destas situações materializa-se em objetivos não apenas racionais de um prisma económico, mas perfeitamente legítimos de um prisma jurídico. Com efeito, se é certo que a *transparência* constitui um bem jurídico cuja tutela, designadamente no plano do direito público aplicável no domínio dos mercados de valores mobiliários, se intensificou de forma marcada nos últimos tempos, tal não invalida que a vontade de guardar reserva, como forma de prossecução legítima de um interesse patrimonial, seja merecedora de tutela séria nos quadros do direito civil. Exceto quando um tal propósito de reserva colida com regras imperativas restritivas da autonomia privada, ou com princípios que regulam o exercício desta — e, em particular, as referentes à licitude do objeto negocial (art. 280.º), ao respeito pelo ordem pública e os bons costumes (art. 281.º) ou à violação de norma legal imperativa (cf. art. 294.º) —, não há qualquer razão para simplesmente *suspeitar* da licitude de arranjos contratuais destinados a guardar segredo sobre um determinado comportamento, ou, concretizando, destinados a estipular uma transmissão transitória de uma carteira de valores, prevendo desde o início a respetiva reversão decorrido o período contratualmente estipulado. Ora, é esta tensão entre a tutela de bens de sinal contrário que provavelmente suscita a *aparência* de ilicitude destes fenómenos de titularidade temporária de valores mobiliários. Essa não é porém uma conclusão fatal ou incontornável; não quando se atenta que aqueles bens são, na verdade, tutelados em quadros normativos distintos, com finalidades normativas também elas distintas, que nem sempre se sobrepõem. Nada impede que uma situação seja em concreto válida à luz do direito civil e comercial aplicável, mas que, sendo trazida para um domínio regulado — porque, por exemplo, envolve valores mobiliários emitidos por sociedade aberta ou admitidos à negociação em mercado —, sobre essa situação se projetem um conjunto de exigências, designadamente de transparência, que em certa medida mitiguem os efeitos inicialmente pretendidos. É nesta tensão que radicam os desafios jurídicos suscitados por estas situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários. Sobre o tema, MORELLO, “Fiducia e negozio fiduciario”, pp. 86 ss., que nota que — referindo-se em particular à atuação das sociedades gestoras de patrimónios (*società fiduciarie*) no ordenamento italiano — as exigências de transparência são limitadas aos sujeitos a quem a lei de forma expressa reconhece especiais prerrogativas de acesso a informação, valendo em relação aos demais um regra de *riservatezza* (*id.*, p. 91).

¹⁵⁵⁹ Por exemplo, em situações de conflitos familiares — LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, p. 85 — ou de *management buy out* —, CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, p. 33. Quanto ao primeiro caso, a transmissão a título provisório de uma carteira de ações pode facilitar a transmissão da gestão

transparência eventualmente aplicáveis, o que sucederá tratando-se de valores mobiliários emitidos por *sociedades cotadas*. Mas, mesmo sendo esse o caso, nem todas as aquisições temporárias por intermediários financeiros por conta de clientes serão objeto de divulgação obrigatória. Basta que as quantidades negociadas e *devidas por conta* não ultrapassem qualquer das fasquias que espoletam o dever de comunicação, caso em que aquele propósito de reserva pode ser ainda atingido — algo que pode ser decisivo, por exemplo, em cenários de defesa contra tomadas hostis do controlo de sociedades¹⁵⁶¹.

Numa outra perspetiva, subjacente a estas operações pode estar o objetivo de assegurar a aquisição de uma participação social dentro de um prazo curto, por exemplo num cenário em que não estejam integralmente reunidos os pressupostos para uma aquisição direta pelo interessado. Podem não ter sido ainda obtidas as necessárias disponibilidades financeiras, surgindo a operação como alternativa à obtenção de

de sociedades no contexto de processos sucessórios, assegurando o adquirente temporário a titularidade (e por essa via) o controlo até que os herdeiros do alienante acordem nos termos em que deverão assumir controlo da sociedade — assim, referindo-se nestes termos à utilidade da convenção de *portage*, LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, p. 85; D. SCHMIDT, “Les opérations de portage de titres de sociétés”, p. 34.

¹⁵⁶⁰ Estatisticamente menos comum, mas também assinalada na doutrina como situação com relevância no tráfego, é a situação inversa em que a aquisição temporária de uma carteira de valores serve o propósito — também fundado em motivos comerciais ou reputacionais — de revelar para o exterior um determinada estrutura acionista — cf., por exemplo, LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, pp. 89-90, que nota que, nestes casos, o adquirente temporário “*negoceia a sua reputação*”. Nestas hipóteses, o sócio de controlo pode solicitar a um terceiro que assuma uma participação social a título temporário em função da visibilidade externa benéfica para a sociedade, nomeadamente perante credores ou para efeitos de obtenção de financiamentos em melhores condições (assim, CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, p. 34).

¹⁵⁶¹ Como assinalado na literatura, estes modelos de aquisição temporária de valores mobiliários por intermediário financeiro podem constituir um instrumento relevante no contexto de tomadas hostis de uma sociedade, como forma de articular a defesa, permitindo a intervenção temporária de um acionista — o chamado *white knight* — de forma a reforçar ou cristalizar o núcleo duro de acionistas que pretendem resistir à ofensiva hostil de outra sociedade (cf., por exemplo, CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, p. 35). Nestes contextos conflituosos de ofertas de aquisição hostis ou de tomada de decisões estratégicas por parte da empresa — por exemplo, a alienação de um ativo fundamental num contexto em que os sócios se encontram divididos —, as situações de titularidade temporária de valores mobiliários não permitem apenas o diferimento da aquisição ou aumento de participação social, e correspondente divulgação, para o momento oportuno. Pense-se num cenário em que um acionista se encontra impedido de exercer o direito de voto, integralmente — porque encontra numa posição de conflito de interesses (v.g. porque é concorrente, porque tem interesse específico na deliberação em causa) e por essa via impedido de votar no quadro da legislação societária — ou apenas de forma parcial parcialmente — designadamente em face de restrição estatutárias (*blindagem*) que limitam o número de direitos de voto que podem ser exercidos (cf. art. 384.º CSC). Neste cenário, a alienação temporária da carteira de ações permite ao investidor maximizar o seu investimento, obtendo disponibilidades líquidas em troca da alienação provisória e reversível de parte ou da totalidade da sua participação social. Quando as motivações de um tal arranjo contratual extravasam a obtenção de liquidez e envolvam já esquemas de evasão de regras legais ou estatutárias imperativas, podem entrar em ação deveres de transparência, em resultado da atuação concertada dos intervenientes na operação, que de qualquer modo não serão por regra suficientes para afetar a validade da transmissão temporária daquelas ações.

financiamento pelas vias tradicionais¹⁵⁶², ou podem não estar ainda verificados requisitos de outra natureza, designadamente decorrentes de procedimentos administrativos¹⁵⁶³. Numa vertente próxima, a aquisição temporária de valores mobiliários por intermediário financeiro pode constituir a etapa preparatória da “entrada em bolsa de uma sociedade”¹⁵⁶⁴, a fim de assegurar a sua disseminação por investidores ou a verificação dos requisitos mínimos de capitalização e liquidez impostos para a negociação em o mercado¹⁵⁶⁵.

Também usual nestas operações de transmissão temporária de valores mobiliários é o propósito de obtenção de financiamento ou de *monetização* de um ativo. A transmissão temporária de uma carteira de valores, e a sua aquisição *por conta* pelo intermediário financeiro, permitirá nesta hipótese a obtenção de liquidez imediata e de curto prazo¹⁵⁶⁶, ao

¹⁵⁶² É o que sucede com a figura da locação financeira de ações, mas também com o caso de algumas operações de capital de risco, envolvendo o investimento da parte de instituições de crédito com propósitos estritamente financeiros. O que neste último caso sucede é a alienação de uma participação social pelo sócio de controlo, tipicamente o fundador da empresa, a uma instituição de crédito, com o objetivo essencial de assegurar, para a sociedade, uma maior capitalização e, por essa via, o acesso a melhores condições de financiamento adicional para o desenvolvimento da sua atividade operacional. Trata-se de uma solução que, atentas quer as condições de mercado, quer as características específicas da sociedade e do seu negócio, pode nalguns casos ser preferível ao recurso a meios tradicionais de financiamento, seja por via de aumento de capital, seja por emissão de obrigações. Pode também contribuir para fortalecer a imagem e reputação da sociedade, com reflexo na sua capacidade de ampliar os seus negócios (assim, CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, p. 39). Tipicamente, é associada à subscrição ou aquisição da participação social pela instituição de crédito a atribuição, a esta, de uma opção de venda (*put option*) a um preço predefinido, que geralmente corresponde ao preço de subscrição/aquisição majorado pela comissão de remuneração do adquirente; é nesta medida garantia a possibilidade de saída da sociedade a todo o tempo, em condições semelhantes às aplicáveis na entrada e, em consequência, isolada a repercussão de uma eventual insolvência da sociedade ou desvalorização das ações. É ainda comum a aposição ao contrato de uma opção de compra (*call option*) de que beneficia o sócio-fundador, que lhe permite reassumir o controlo integral da sociedade, tipicamente partilhando com o sócio financeiro uma parte da valorização das ações adquiridas.

¹⁵⁶³ V.g. autorizações concorrenciais, setoriais, requisitos de idoneidade, nacionalidade, entre outros; pense-se, a título exemplificativo, nos regimes de autorização de concentrações do direito da concorrência, bem como nos regimes de autorização para aquisição de participação qualificada em instituição de crédito ou em sociedade financeira, ou numa empresa seguradora.

¹⁵⁶⁴ Cf. B. TREILLE, “Les conventions de portage”, p. 728. Também, LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, pp. 85-86; D. SCHMIDT, “Les opérations de portage de titres de sociétés”, p. 35; VAUPLANE/BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, p. 791

¹⁵⁶⁵ Neste caso, o intermediário financeiro ou subscreve em exclusivo um aumento de capital a ele reservado, ou adquire ações detidas pelo sócio de controlo, obrigando-se depois e em data próxima à da admissão à negociação em mercado, retransmiti-las por um preço em regra idêntico ao da subscrição/aquisição inicial (acrescido da comissão devida pelo serviço prestado) ao ordenante, uma vez obtidos os proveitos da colocação em mercado — Cf. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, p. 85; GUMERY, *Du Portage de titres*, p. 12; FREY, “La convention de portage”, p. 35.

¹⁵⁶⁶ Nas palavras de F. DIALTI, “Equity swaps e obblighi di disclosure”, p. 431, permitem um *incremento de liquidez de uma posição ilíquida, em resultado da troca de fluxos*, permitida por exemplo pelos contratos de reporte ou de empréstimo de valores mobiliários. Assinalando, para o empréstimo e o reporte de valores mobiliários, esta vocação para a monetização imediata de carteiras de ações, KIENLE, “Wertpapierleihe und Wertpapier-Pensionsgeschäft”, pp. 977-978; CAHN/OSTLER, “Eigene Aktien und Wertpapierleihe”, p. 222.

mesmo tempo que, dispensando a constituição de garantias¹⁵⁶⁷, é evitada a alienação definitiva da carteira em questão e, dessa forma, evitada a perda (na totalidade ou em parte) dos benefícios financeiros futuros que lhe podem estar ainda inerentes¹⁵⁶⁸. Assim se assegura a obtenção temporária de liquidez, sem que o risco de investimento acompanhe a titularidade das ações¹⁵⁶⁹.

II. Esta diversidade funcional das operações de transmissão temporária de valores mobiliários é depois acompanhada pelo recurso a diferentes instrumentos jurídicos, de complexidade e sofisticação também variada. Usualmente, a opção por um ou outro modelo contratual depende das finalidades em concreto prosseguidas e dos constrangimentos legais que se coloquem. Estando em causa a transmissão temporária de uma participação social, para uma das finalidades atrás ilustradas, sem preocupações com regras de transparência, são característicos tipos contratuais assentes em mecanismos *liquidação física*, como contratos de compra e venda com opção de recompra, ou a chamada convenção de

¹⁵⁶⁷ Cf. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, pp. 76 ss., e MOUSSERON, “Les devenirs des conventions de portage”, pp. 131 ss., ambos a respeito da convenção de *portage*.

¹⁵⁶⁸ Tal pode suceder, por exemplo, quando se pretenda a rentabilização de carteiras destinadas a ser detidas por prazos longos, ou em situações em que o titular se encontre, por motivos legais, regulamentares ou estatutários, impedido de exercer (total ou parcialmente) os direitos de voto a eles inerentes. Referindo esta possibilidade de rentabilização, fruto da remuneração recebida pela disponibilização dos ativos, de carteiras de valores mobiliários detidas a longo prazo, em particular por fundos de investimento, fundos de pensões ou companhias de seguros, sem modificar definitivamente a respetiva composição e estrutura, ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, p. 824; em sentido próximo, referindo o contrato de reporte como uma importante ferramenta de gestão de *portefólios* de investimento, BIANCHI D'ESPINOSA, “I Contratti di Borsa. Il Riporto”, p. 489. A estes ganhos acresce a poupança com custos relacionados com a custódia dos valores mobiliários — assim, na literatura alemã, SIEGER/HASSELBACH, “Wertpapierdarlehen”, p. 1370. Para o efeito, é tipicamente estipulado um preço para a primeira transmissão inferior ao da subsequente transmissão de sinal contrário, correspondendo a diferença à remuneração do intermediário financeiro interveniente — cf. F. DIALTI, “Equity swaps e obblighi di disclosure”, p. 431.

¹⁵⁶⁹ Noutras situações, a aquisição temporária de ações pode surgir como instrumento apto a dirimir conflitos relacionados com o governo de uma sociedade. Pode permitir, por exemplo, a detenção a título transitório de participações sociais por um sujeito neutro, que assume o papel de parceiro ou árbitro (cf., referindo-se especificamente à convenção de *portage*, MORAIS GOMES, *O direito aos lucros*, p. 191 ss.), possibilitando a resolução de conflitos entre sócios ou superar situações de impasse (cf. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, p. 35; na doutrina francesa, GUMERY, *Du Portage de titres*, p. 13; D. SCHMIDT, “Les opérations de portage de titres de sociétés”, p. 36). Na doutrina italiana, a transmissão instrumental de ações, designadamente ao abrigo da chamada convenção de *portage*, é ainda concebida como uma alternativa aos mecanismos tipicamente encontrados na prática destinados a agregar as vontades de um grupo de acionistas; operar-se-ia uma transmissão conjunta de ações, destinada a uma gestão coordenada daquelas participações sociais. Em virtude da aquisição da posição de titular das ações, e conseqüente estatuto social, conseguir-se-ia conferir eficácia real — e, do prisma da sociedade, eficácia interna — a compromissos que, no quadro de acordo parassociais, revestiriam unicamente eficácia obrigacional (cf. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, p. 36).

*portage*¹⁵⁷⁰, instrumento jurídico de conteúdo complexo que, para além da aludida cláusula de recompra, inclui elementos característicos de outros tipos contratuais (depósito, mandato)¹⁵⁷¹ que a aproximam das fronteiras do fenómeno fiduciário¹⁵⁷². Amplamente

¹⁵⁷⁰ É uma figura amplamente estudada no ordenamento francês (por exemplo, G. RIPERT/ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, 2, pp. 57 ss.), o que provavelmente explicado pela ausência neste ordenamento da figura do mandato sem representação (cf. GAMBARO, *Il diritto di proprietà*, p. 646). No direito italiano a operação de *portaggio azionario* mereceu também atenção recente, enquadrada no estudo mais amplo dos fenómenos fiduciários — cf. a monografia aprofundada de CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*. Entre nós, a figura é objeto de reduzida análise; merecem referência especial as páginas dedicadas à convenção de *portage* na dissertação de MORAIS GOMES, *O direito aos lucros*, pp. 191 ss. Tal como *tipificada* na literatura, a *portage* consiste numa operação complexa que prevê a aquisição por um das partes, usualmente por uma instituição financeira (*porteur*), de uma determinada participação acionista por conta de um seu cliente (*donneur d'ordre*) e, simultaneamente, a respetiva retransmissão, no decurso de um prazo estipulado, para esse cliente ou para terceiro (VAUPLANE/BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, pp. 790 ss.). Motivada tipicamente por fins de gestão ou administração da carteira de valores mobiliários, a *portage* tem como objeto uma dupla transmissão de valores mobiliários, que é completada através da estipulação contratual dos direitos e obrigações recíprocas das partes durante a vigência do acordo (alocação dos rendimentos, exercício de direitos de subscrição ou de voto, etc.) — cf. RIPERT/ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, 2, p. 57. Aspeto que é sempre apontado como qualificante da convenção *portage* é a neutralidade que, de um prisma patrimonial, caracteriza a titularidade das ações pelo *porteur*: por um lado, eventuais variações, positivas ou negativas, no valor (de mercado) das ações ou na própria condição financeira da sociedade emitente não se repercutem na esfera do *porteur*, não afetando designadamente o preço estipulado para a retransmissão das ações para o ordenante; por outro, os eventuais rendimentos recebidos pelo *porteur* devem ser passados para a esfera do ordenante (cf. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, pp. 63-64). Dá-se uma completa cisão entre a titularidade das ações e a distribuição do resultado económico que lhes está associado, o que justifica as dúvidas suscitadas, com particular intensidade na doutrina francesa, quanto à compatibilidade da convenção de *portage* com alguns princípios de direito societário, designadamente a (suposta) projeção imperativa da *affectio societatis* e a proibição do pacto leonino. Assim, cf. VAUPLANE/BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, pp. 794 ss. Na doutrina italiana, cf. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, pp. 221 ss.

¹⁵⁷¹ Estruturalmente, a convenção de *portage*, na sua conformação mais típica, assenta numa dupla compra e venda. Para este fim, a *morfologia* jurídica concretamente empregue pode variar: ao contrato de compra e venda utilizado para operar a transmissão inicial das ações pode ser associada ou uma compra e venda sujeita a termo, ou — situação mais comum — a estipulação, alternativa ou cumulativa, de opções de compra (*call*) a favor do ordenante e de venda (*put*) a favor do *porteur* e das necessárias condições de exercício (preço, prazo, forma, etc.). Porque constitui característica da situação proprietária do *porteur* a sua estabilidade (apesar do seu caráter transitório), é comum o diferimento da possibilidade de exercício das opções acordadas, dado que decisivamente afasta a *fattispecie* aqui em análise das situações de interposição simulada de pessoa (cf. SCHMIDT/WITZ/BISMUTH, “Les opérations fiduciaires en droit français”, pp. 31 ss). Para além da regulação da dupla transmissão das ações, o conteúdo normativo *típico* da operação de *portage* abrange o exercício dos direitos sociais durante a vigência da relação contratual. Pode, neste âmbito, ser regulado o exercício dos direitos de voto inerentes às ações, sendo estipuladas logo de início as condições a esse respeito aplicáveis, ou genericamente atribuído ao ordenante um direito de emitir instruções ao *porteur* para cada assembleia geral; como também o exercício de outros direitos inerentes, como direitos de subscrição em aumento de capital. De qualquer modo, mesmo quando estas matérias não sejam objeto de regulação expressa e atenta as características estruturais e funcionais da convenção de *portage*, elas não se devem considerar na plena disponibilidade do *porteur*. Constitui elemento qualificante desta figura a circunstância de ela assentar na prossecução exclusiva do interesse do ordenante, que nessa medida condicionará sempre o exercício daqueles direitos inerentes (cf. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, p. 21).

¹⁵⁷² Assinalada a *instrumentalidade* da posição em que fica investido o intermediário financeiro, funcionalmente afeta à prossecução do interesse do seu cliente, na esfera de quem se repercute integralmente o resultado económico associado aos valores mobiliários em questão, é reconhecida a recondução da figura ao fenómeno fiduciário. Assim, na literatura francesa, D. SCHMIDT, “Les opérations de portage de titres de sociétés”, p. 46; WITZ, “Note a Trib. Gr. Inst. Lille”, p. 608; SCHMIDT/WITZ/BISMUTH, “Les opérations fiduciaires en droit français”, pp. 31 ss.; J.-P. BORNET, “Portage: le point de vue d'un banquier”, p. 108; POLLAUD-DULIAN, “L'actionnaire dans les opérations de portage”, pp. 765 ss. Na doutrina italiana, E. ANDREOLI, *Il Trust Nella Prassi Bancaria e*

utilizada no tráfego internacional, mas também no doméstico, a *portage* pode hoje ser mesmo considerada *socialmente tipificada*¹⁵⁷³.

Já se a motivação se funda, ao invés, estritamente em necessidades de liquidez, é comum o recurso a contratos de conteúdo mais flexível, como o reporte¹⁵⁷⁴ ou o empréstimo¹⁵⁷⁵ de valores mobiliários¹⁵⁷⁶, que seguem no tráfego, quase sempre, modelos

Finanziaria; CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, pp. 164 ss., concebe a convenção de *portage* como um contrato (ou operação) fiduciário atípico. Alguma doutrina coloca obstáculos a uma tal recondução, invocando porém para o efeito argumentos que revelam ou uma conceção muito restritiva dos conceitos de titularidade fiduciária e de negócio fiduciário, ou a sua incompreensão. É o caso dos autores que apontam, como fundamento de uma suposta incompatibilidade entre a *portage* e a fidúcia (romanística), a circunstância de a primeira pressupor a atribuição ao *porteur* de uma titularidade das ações estável, porquanto não passível de *resolução* por iniciativa unilateral do ordenante a todo o tempo, ao passo que a possibilidade de revogação *ad nutum* pelo fiduciante consubstanciaria um traço qualificante da segunda figura. Assim, P. SOUMRANI, *Le Portage d'Actions*, pp. 266 ss.; também, CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, pp. 154 ss. É argumento que não colhe, precisamente por assentar numa incorreta perceção do fenómeno fiduciário. Na realidade, nos ordenamentos de *civil law* (mas não só), a *reversão* do bem fiduciário para o fiduciante (ou para terceiro por ele indicado) constitui sem dúvida um elemento central do conteúdo típico de uma relação de tipo fiduciário; ele é, no fundo, uma consequência indissociável da prossecução, pelo fiduciário, de um interesse (patrimonial) do fiduciante. Nada impõe, todavia, que essa retransmissão do bem fiduciário possa ocorrer a todo o tempo, por livre iniciativa do fiduciário. Muito menos faz sentido elevar um tal direito de revogação *ad nutum* à condição de traço qualificante da relação fiduciária. Para isso, releva sobretudo a *subordinação* a um interesse alheio, que se projeta na figura da *portage* (cf. §2.º).

¹⁵⁷³ Apesar de a *portage* constituir na sua essência uma criação do tráfego negocial, não objeto de qualquer tipificação legal, a natureza temporária e instrumental da situação jurídica a que dá azo, que se reflete intensamente na estipulação dos direitos e deveres recíprocos do *porteur* e do ordenante, permite a configuração de uma *fattispecie* negocial que, fundada no exercício legítimo da autonomia privada, apresenta um conteúdo em grande medida *padronizado* — assim, CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, pp. 3-4.

¹⁵⁷⁴ O contrato de reporte de valores mobiliários, com raízes profundas no direito português, remontando a sua regulação de base ao Código Comercial, encerra uma dupla transmissão de *títulos de crédito negociáveis* (i.e. valores mobiliários), uma a pronto e outra a prazo: o *reportador* adquire ao *reportado* valores mobiliários, mediante o pagamento do preço acordado, obrigando-se simultaneamente a revender, no prazo estipulado, valores mobiliários da mesma espécie. O *reportado*, por seu turno, aliena (e entrega) os valores mobiliários em causa, recebendo o respetivo preço, obrigando-se a recomprar, a prazo e por preço determinado (ou determinável), os referidos valores da mesma espécie. Trata-se de uma figura contratual complexa (cf. COLAGROSSO, *Diritto Bancario*, p. 375), que agrega duas transmissões de sinal contrário (cf. CAHN/OSTLER, “Eigene Aktien und Wertpapierleihe”, p. 222), as quais, resultando de um único encontro de vontades (cf. MENEZES CORDEIRO, “Do Reporte”, p. 172), produzem efeitos plenos de forma diferida no tempo. Modalidade especial é o chamado *reporte de bolsa*, subtipo dos *contratos de bolsa*. São características estruturais as que separam este do chamado *reporte convencional*: uma relativa ao *contexto em que se desenvolve*: o reporte de bolsa é necessariamente celebrado no âmbito de um sistema centralizado de negociação, um *mercado*, que propicia e permite o encontro de vontades entre reportador e reportado, e que se encontra sujeito a um “*complexo normativo próprio*” (Cf. MIGUEL CUNHA, “Os Futuros de Bolsa”, 71). Outra relativa ao *conteúdo*: o reporte de bolsa apresenta, para fazer face a necessidades de rapidez mas também de segurança, um conteúdo homogêneo e padronizado, que se traduz em modelos contratuais ou cláusulas contratuais gerais impostas pela entidade gestora do sistema de negociação e que devem ser aceites e adotados pelas partes. Separa-os ainda o modo de execução, porquanto o reporte de bolsa está sujeito a um particular sistema de liquidação, que se reflete em regras específicas aplicáveis às obrigações recíprocas de transmissão dos valores mobiliários e pagamento do respetivo preço.

¹⁵⁷⁵ Próximo do reporte, ainda que não repetindo as múltiplas vocações desta figura, surge o empréstimo de valores mobiliários, o contrato através do qual uma parte disponibiliza a outra uma determinada quantidade de valores mobiliários, obrigando-se esta a restituir, findo o período estipulado, outros da mesma espécie, para além de ao pagamento de uma remuneração. Em termos gerais, o empréstimo de valores mobiliários é reconduzível ao contrato de mútuo (cf. artigos 1142.º e ss.), a que acrescem normas

padronizados. Efeito típico de ambas as figuras contratuais é justamente a transmissão da titularidade dos valores mobiliários¹⁵⁷⁷, que se explica em função da natureza fungível do objeto contratual¹⁵⁷⁸. Durante a vigência do contrato, o reportador e o mutuário gozam de uma titularidade plena e exclusiva sobre os valores mobiliários — que inclui, designadamente, o poder de disposição —, sujeita embora aos limites decorrentes da relação jurídica subjacente¹⁵⁷⁹. Atingido o termo estipulado para a retransmissão dos

previstas na legislação comercial e nas leis mobiliárias. Nos termos do art. 350.º do CdVM, especificamente, é estabelecida como regra a transmissão da propriedade dos valores mobiliários para o mutuário, admitindo-se contudo que tal efeito se não produza caso as partes estipulem nesse sentido. Como se entende, interessam aqui as situações típicas em que a titularidade dos valores mobiliários se transmite efetivamente e de forma plena, ainda que temporária, para o mutuário. Acerca do empréstimo de valores mobiliários, na literatura alemã, que conhece o *Wertpapierdarlehen*, reconduzido ao tipo do mútuo previsto no §607 BGB, veja-se KIENLE, “Wertpapierleihe und Wertpapier-Pensionsgeschäft”, pp. 968 ss.; CAHN/OSTLER, “Eigene Aktien und Wertpapierleihe”, pp. 221 ss.). Para o direito espanhol, por todos, CACHÓN BLANCO, “El Contrato de Prestamo”, pp. 3166–3168, e ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, pp. 821 ss.

¹⁵⁷⁶ Concebendo o reporte como uma transmissão fiduciária a título de garantia, CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros*, I, pp. 233-234; também, T. MATTA, “Das garantias no âmbito do sistema financeiro”, p. 560.

¹⁵⁷⁷ Cf., respetivamente, art. 478.º do CCom e art.º 1144.º.

¹⁵⁷⁸ Cf. KIENLE, “Wertpapierleihe und Wertpapier-Pensionsgeschäft”, p. 971.

¹⁵⁷⁹ Com efeito, a natureza transitória e marcadamente instrumental da titularidade de valores mobiliários resultante das figuras contratuais agora em análise projeta-se intensamente em alguns aspetos de regime. Tal é o caso dos chamados *direitos destacáveis* de valores mobiliários que sejam dados em reporte ou emprestados, durante o período em que se encontrem na titularidade do reportador/mutuário. Valem aqui três coordenadas essenciais: primeiro, os direitos destacáveis acompanham, por princípio, a transmissão da titularidade dos valores mobiliários, cabendo ao reportador/mutuário o exercício dos direitos que se vençam no período do contrato. Em segundo lugar, relativamente aos direitos de conteúdo patrimonial e portanto com a exclusão do exercício de direito de voto, é matéria passível de autorregulação pelas partes, que assim podem estipular caber tais direitos, ao invés, ao reportado/mutuante. Para esta solução contribui não apenas o elemento literal daquela disposição — que, ao prever esta cisão do conteúdo valores mobiliários, se refere a *prémios, amortizações e juros*, todos eles de natureza patrimonial —, mas essencialmente em função do princípio da unidade da ação, que impede a chamada venda do voto. Não é por isso admissível a estipulação através da qual seja mantido na esfera do reportado/mutuante o direito de exercício, em nome próprio, dos direitos sociais inerentes aos valores mobiliários dados em reporte, designadamente o direito de voto. A mesma solução vale no direito alemão, onde a doutrina entende que o direito de voto acompanha, inevitavelmente, a titularidade das ações — cf. OPITZ, *Kapitalmarktgesetze (SCHÄFER/HAMANN)*, §22 WpHG, p. 37, e *Kölner Kommentar zum WpHG/VON BÜLOW*, §22, p. 1018, a respeito do *Wertpapier-Pensionsgeschäft*, e p. 1020, a respeito do *Wertpapierleihe*. O exercício de direitos de voto pode ser condicionado pelo reportado, por exemplo quando lhe for atribuído um direito de emitir instruções ao mutuário/reportador — circunstância que, apesar de lícita, poderia acarretar consequências ao nível da transparência do arranjo contratual, designadamente em resultado da projeção do regime da imputação de direitos de voto previsto no art. 20.º CdVM. Chega a conclusão semelhante, na doutrina germânica, *Kölner Kommentar zum WpHG/VON BÜLOW*, §22, p. 1021; SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz (ASSMAN/SCHNEIDER)*, pp. 1049 ss.; e, na literatura italiana, CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, pp. 88 ss. Para além da possibilidade aventada de ao reportado ser conferido este direito de emitir instruções quanto ao exercício de direitos de voto, nada impede, igualmente, que o mutuário ou o reportador se obriguem a constituir o mutuante/reportado como seu representante nas assembleias gerais, podendo nessa medida determinar diretamente, ainda que por conta do mutuário/reportador, o sentido do direito de voto. Em terceiro lugar, na falta de estipulação expressa das partes a regular esta imputação dos direitos de natureza patrimonial, o teor do acordo negocial deverá ser interpretado com cuidado, designadamente o modo de cálculo da remuneração das partes, a fim de concluir se a transmissão dos direitos destacáveis, acompanhando a titularidade dos valores mobiliários, é ou não essencial para o desempenho da função do contrato. É interessante notar que a particular natureza da titularidade do reportador/mutuário, inequívoca num plano substantivo, é transportada para a realidade registral. Nos termos das disposições

valores mobiliários¹⁵⁸⁰, resulta da estrutura unitária destes tipos contratuais a *inexistência* de um novo consenso ou de nova manifestação de vontade entre as partes, ou de qualquer outro ato translativo para operar a retransmissão dos valores mobiliários do reportador/mutuário para o reportado/mutuante¹⁵⁸¹. Naqueles casos — que, não esgotando a utilidade funcional das figuras, são abundantes na prática mobiliária — em que a aquisição, com fins transitórios, dos valores mobiliários pelo intermediário financeiro surge na prestação de um serviço a título profissional, sem interesse próprio na *situação proprietária* daí resultante, o programa contratual assegura o isolamento deste adquirente temporário face ao risco de investimento subjacente aos valores mobiliários, fazendo repercutir na esfera do reportado/mutuante a sua eventual valorização ou desvalorização¹⁵⁸². Daí também a sua possível recondução — quando utilizados com estas finalidades, insiste-se — ao fenómeno da titularidade fiduciária de valores mobiliários¹⁵⁸³.

regulamentares aplicáveis, não apenas a conta de registo individualizado do reportador/mutuário deverá mencionar o fundamento da titularidade registada, como também a conta do reportado/mutuante deverá manter a referência aos valores mobiliários emprestados, com inscrição do facto que deu origem ao débito.

¹⁵⁸⁰ Sem prejuízo da possibilidade da prorrogação do prazo aplicável, expressamente permitida nos termos do artigo 479.º do CCom. O que significa que a essencialidade do termo do período do reporte na caracterização estrutural da figura (COTTINO, “Del Riporto/Della Permuta”, p. 66) não o retira da disponibilidade das partes, que assim poderão conformar a duração da operação sempre que se mantenham os motivos que conduziram à celebração do contrato, o que será até frequente nos contratos de reporte que tenham subjacente motivações especulativas (cf. BIANCHI D’ESPINOSA, “I Contratti di Borsa. Il Riporto”, p. 494.). Sendo habitualmente contratos de curto prazo, atentas as suas funções típicas, não há qualquer regra ou limite relativamente à duração do empréstimo de valores mobiliários (cf. CACHÓN BLANCO, “El Contrato de Prestamo”, p. 3180).

¹⁵⁸¹ Estando o reportador adstrito a transmitir títulos da mesma espécie, exige-se que este proceda à respetiva individualização e entrega. Analogamente, no empréstimo, vence a obrigação essencial do mutuário que consiste na restituição dos valores mobiliários (*rectius*, de outro tanto do mesmo género que foi recebido), assim se revertendo para a situação patrimonial anterior à celebração do contrato. Trata-se, em ambos os casos, de uma obrigação genérica, que é cumprida mediante a respetiva *concentração*, ou seja, após a especificação da quantidade de valores mobiliários fungíveis e subsequente entrega ao mutuante/mutuário (cf. BIANCHI D’ESPINOSA, “I Contratti di Borsa. Il Riporto”, p. 493; COTTINO, “Del Riporto/ Della Permuta”, p. 47.). Aceitando o princípio de que vale no direito português, como regra, a chamada teoria da entrega, dando-se a concentração de obrigação genérica com o cumprimento, e concluindo depois que o cumprimento, num contrato de compra e venda de coisa genérica, ocorre no momento da entrega do bem, J. CARVALHO, “Transmissão da propriedade e transferência do risco na compra e venda de coisas genéricas”, pp. 24 ss.

¹⁵⁸² Isto mesmo é obtido através da estipulação de uma obrigação de retransmissão de eventuais rendimentos recebidos pelo adquirente temporário na vigência do contrato (eventualmente deduzida a remuneração cobrada pelo intermediário financeiro) e da inexistência de qualquer compensação a pagar ao mutuante/reportado em caso de desvalorização dos valores mobiliários no momento da restituição. O resultado é, nestes casos, a identificação na esfera do intermediário financeiro (reportador/mutuário) de uma situação de titularidade que, não obstante estável, porque plena e exclusiva, é na verdade não apenas temporária, mas vincadamente instrumentalizada à prossecução de um interesse de um seu cliente (o mutuante ou reportado), na esfera de quem pode ser identificada uma efetiva situação de *hidden (morphable) ownership*. Demonstração da relevância destas figuras contratuais enquanto substrato de relações de tipo fiduciário é a discussão acesa em seu torno tem lugar no direito alemão, a respeito do seu enquadramento na disciplina da imputação de direitos de voto e especificamente da sua possível recondução ao conceito de *atuação por conta*. Assim, *Kölner Kommentar zum WpHG/VON BÜLOW*, §22, pp. 1018 ss.; *DEHLINGER/ZIMMERMANN, WpHG (FUCHS)*, §22, pp. 1011-1012; *KIENLE*, “Wertpapierleihe und Wertpapier-Pensionsgeschäft”, p. 989; *CASCANTE/TOPE*, “Auf leisen Sohlen?

Já se aos objetivos das partes se sobrepõem preocupações com os deveres de transparência que sejam aplicáveis, é dada preferência na concretização destas transações temporárias sobre valores mobiliários a modelos contratuais ditos *sintéticos*, que podem mesmo envolver, pelo menos à superfície, apenas a troca de fluxos financeiros, e não a efetiva (re)transmissão dos valores mobiliários (*v.g.*, certos tipos de derivados, designadamente os de liquidação financeira). Tipicamente também, estes instrumentos são, por definição, parcos na regulação dos deveres recíprocos entre as partes relacionados com a *gestão* dos ativos subjacentes. Certo que estes tipos contratuais, muito mais ligados a finalidades especulativas, de financiamento ou de cobertura de risco¹⁵⁸⁴, não são sempre — nem sequer por regra — reconduzíveis a fenómenos de *interposição de pessoa* de natureza fiduciária. Motivações económicas e jurídicas, associadas à flexibilidade (de conteúdo e

Stakebuilding bei der börsennotieren AG”, pp. 65-66; SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §22, pp. 1049 ss.; OPITZ, *Kapitalmarktgesetze* (SCHÄFER/HAMANN), §22 WpHG, pp. 37 ss.; SCHWARK, *Kapitalmarktsrechts* (§22), pp. 1226-1227.

¹⁵⁸³ É indiscutível a multiplicidade de finalidades para que, ao permitir uma “disponibilidade provisória de valores mobiliários e capitais” (cf. COLAGROSSO, *Diritto Bancario*, p. 375), podem ser empregues estes instrumentos e que a sua utilidade, assente numa função creditícia (de dinheiro ou de valores mobiliários), em muito ultrapassa aquelas situações que constituem o objeto privilegiado deste estudo (sobre esta função creditícia, BIANCHI D’ESPINOSA, “I Contratti di Borsa. Il Riporto”, p. 486). Como também não se ignora inexistir uma óbvia recondução entre estas figuras contratuais e o fenómeno fiduciário, até porque, como decorrência daquela polifuncionalidade, o reporte e o empréstimo de valores mobiliários são aptos para responder a necessidades *ou* do reportador/mutuário, *ou* do reportado/mutuante ou, simultaneamente, de ambos. Ainda assim, a verdade é que a flexibilidade estrutural e de conteúdo tanto do reporte como o empréstimo de valores mobiliários (assinalada, por exemplo, por CAHN/OSTLER, “Eigene Aktien und Wertpapierleihe”, p. 223) tornam possível que, a partir deles, se concretizem situações de titularidade de valores mobiliários por conta e interesse de outrem, caracterizadas pela cisão entre titularidade jurídica e alocação do risco de investimento, surgindo como contraparte uma instituição financeira na prestação de um serviço a título profissional. Notam a relevância recente de utilização deste tipo de contratos de reporte e de empréstimo de valores mobiliários, CASCANTE/TOPE, “Auf leisen Sohlen? Stakebuilding bei der börsennotieren AG”, pp. 65-66. Na literatura espanhola, CACHÓN BLANCO, “El Contrato de Prestamo”, pp. 3164-5, qualifica os empréstimos de valores como “*auténticos negocios fiduciarios*”. Noutra direção, salientando a aptidão destas figuras para responder à procura temporária de valores mobiliários, particularmente quando as condições de mercado não aconselhem uma aquisição definitiva em mercado secundário, porque por exemplo se pretende apenas o exercício conjuntural de certos direitos inerentes, CACHÓN BLANCO, “El Contrato de Prestamo de Valores Negociables”, p. 3168; ou NIETO CAROL, “Prestamo e Deposito sobre Acciones”, p. 674. Também no interesse do adquirente temporário de valores mobiliários, quer o reporte quer (mais tipicamente) o empréstimo de valores mobiliários permitem suprir falhas de liquidez e, com isso, fazer face a obrigações assumidas pelo reportador/mutuário, diretamente ou por conta de terceiro; permitem, desde logo, a cobertura de cobrir posições curtas («*short-selling*» — cf. REIS/SOUSA/VIDAL/WILTON, “Operações de Short Selling”, pp. 159 ss.), quer para estratégias simples no mercado a contado, disponibilizando valores mobiliários para cumprimento de vendas a prazo, quer também para outras mais complexas que envolvam simultaneamente o mercado a contado e o mercado à vista, bem como instrumentos derivados (RIPERT/ROBLLOT, *Traité de droit commercial*, 2, p. 114; e CENDON, *Commentario* (artt. 1173-1654), p. 1036). O reporte e o empréstimo de valores mobiliários possibilitam, também, a disponibilização temporária de valores mobiliários aos sistemas de liquidação para permitir a liquidação de operações, no quadro de um sistema centralizado de empréstimo de valores. Desta forma, permitem o cumprimento do princípio *entrega contra pagamento*, ao habilitar a entidade gestora a entregar valores mobiliários, tomados por reporte ou empréstimo, ao comprador que já os havia pago (ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, p. 822).

¹⁵⁸⁴ Cf. BENJAMIN, *Financial Law*, pp. 66 ss.

portanto funcional) que lhes é inerente, conduziram porém a uma crescente utilização de instrumentos derivados como o substrato jurídico de situações de titularidade temporária de valores mobiliários em nome próprio mas por conta de terceiros — por regra, envolvendo um banco a atuar por conta e no interesse de um cliente. Especificamente, releva o caso paradigmático do recurso aos designados *equity swaps*¹⁵⁸⁵, instrumentos contratuais que, pela sua aptidão para separar a titularidade formal de valores mobiliários do respetivo conteúdo e risco económico¹⁵⁸⁶, se afiguram particularmente adequados para

¹⁵⁸⁵ Os *equity swaps* permitem a exposição puramente económica a uma determinada participação social, impondo às partes a troca de fluxos financeiros baseados no valor de mercado do ativo subjacente, dispensando porém a aquisição da respetiva titularidade em sentido jurídico (cf. S. HENDERSON, *Henderson on Derivatives*, pp. 86 ss.; na doutrina portuguesa, FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos*, II, pp. 117 ss.; M. CALHEIROS, *O contrato de swap*; com foco no domínio mobiliário, ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros*, p. 167 ss.; P. CÂMARA, *Manual*, pp. 192 ss.). São reconhecidas a estes instrumentos finalidades de cobertura de risco e especulativas (cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros*, p. 167; BENJAMIN, *Interests in Securities*, pp. 67 ss.). Tomada na sua estrutura de base, que na prática dos negócios reveste muitas vezes natureza puramente diferencial, é a seguinte a economia contratual subjacente a esta figura: os fluxos financeiros *trocados* pelas partes têm, cada um deles, um valor de referência — de um lado, o valor de uma determinada ação, que reflete quer a sua cotação de mercado, quer os dividendos que são pagos; de outro, o pagamento de um juro, geralmente indexado às taxas de empréstimos interbancários (ZETZSCHE, “Hidden Ownership in Europe”, p. 120). Neste quadro, uma das partes do contrato — de quem se diz ter uma posição longa (*long-party*) — vincula-se a pagar um montante equivalente à eventual desvalorização das ações, enquanto a outra — titular de uma *posição curta* (*short-party*) — se obriga a entregar à primeira o valor correspondente à eventual valorização daquelas mesmas ações. Em função dos valores nocionais tipicamente envolvidos nestas operações, é prática comum permitir às partes o chamado *netting* das suas posições recíprocas, caso em que o cumprimento do contrato não envolve duas prestações, mas se dá através de uma só prestação pela parte em desfavor. A *posição curta* é por regra assumida por instituições financeiras, que atuam como parte no contrato de *equity swap* a título de prestação de um serviço profissional. Para além do recebimento do referido fluxo financeiro que lhes cabe em caso de desvalorização das ações de referência — e que as isola integralmente daquele risco de depreciação —, estas instituições financeiras recebem ainda usualmente uma comissão de remuneração, bem como um juro compensatório pelo capital investido na cobertura das suas posições. Quanto ao modo de cessação do contrato, valem duas modalidades alternativas: pode ser simplesmente prevista a liquidação financeira da operação (*cash-settled equity swaps*), caso em que, como atrás descrito, se processa um pagamento diferencial; ou pode prever-se a liquidação física da operação (*physically-settled equity swaps*) e a entrega ao investidor das ações que constituem o ativo de referência, usualmente mediante o pagamento de um preço que, uma vez mais, incorpora já a evolução do valor daquelas ações.

¹⁵⁸⁶ Referindo-se aos *equity swaps*, refere F. DIALTI, “Equity swaps e obblighi di disclosure”, p. 431, que eles permitem assumir uma posição de influência na sociedade sem necessidade de, para o efeito, despendar recursos financeiros e proceder à aquisição dos valores mobiliários, assim permitindo importantes reduções de custos — comissões, juros, etc. —, em particular em operações transfronteiriças. Na verdade, exceto quando seja convencionada a cessação do contrato segundo a modalidade de liquidação física, a economia do *equity swap* dispensa, num prisma estritamente jurídico, a titularidade das ações. O investidor é por regra exposto por via indireta (dita *sintética*) à flutuação económica de uma carteira de ações, sem portanto assumir posição de sócio — e consequentemente sem dispor da faculdade de exercer os direitos de voto que lhe são inerentes. A efetiva aquisição das ações só sucederá na modalidade de *physical delivery*, apenas no momento da cessação do contrato e nos termos aí consagrados. O mesmo sucede com o intermediário, que se encontra vinculado à entrega das ações — e portanto à sua prévia aquisição — nos contratos que sigam a modalidade de liquidação financeira. Mesmo nestes casos, nada obriga a que o intermediário financeiro permaneça titular das ações durante toda a vigência da relação contratual: basta-lhe-á que as adquira a tempo de cumprir aquela sua obrigação de entrega. Dito isto, a verdade é que mesmo nos *equity swaps* de natureza puramente financeira, em que se não coloca a obrigação de entrega das ações pela instituição financeira no momento da cessação do contrato, é prática absolutamente comum o *hedging* da posição económica a que a instituição financeira se encontra exposta através da aquisição de ações em quantidade idêntica (ou próxima) às que constituem a base

sustentar, de um prisma juscontratual, uma relação de titularidade mobiliária reconduzível a um modo de atuação fiduciária¹⁵⁸⁷.

Isto dito, é essencial manter como pressuposto de base não bastar a afirmação de que estes instrumentos se afiguram idóneos para *desmembrar* o conteúdo da titularidade de valores mobiliários, separando a legitimidade para o exercício dos direitos do respetivo conteúdo económico, para daí inferir, sem reservas, a existência de uma situação de titularidade fiduciária. Isso será tanto mais assim na ausência — que não é incomum — de estipulações relativas à (re)transmissão dos valores mobiliários para o investidor e, mais ainda, quando seja seguido um modelo de pura liquidação financeira¹⁵⁸⁸. Mesmo não sendo esta a sede para qualificar este tipo de utilização de instrumentos derivados, e tratar o regime que lhes é aplicável — designadamente a respeito dos deveres de transparência aplicáveis¹⁵⁸⁹ —, deve ser afirmado que, paralelamente ao que sucede com o reporte ou o

do negócio. Aliás, essa aquisição para fins de cobertura de risco não corresponde apenas ao *comportamento racional* esperado do agente económico, mas é em muitos casos resultado de imposições de natureza legal e regulatória, designadamente relacionados com a disseminação de riscos de instituição bancárias e financeiras. Por regra, os intermediários financeiros optam por — ou são a isso obrigados — adquirir a titularidade das ações, a fim de cobrir o risco de valorização das mesmas; num tal cenário, a venda em mercado das ações no momento da cessação do *equity swap* permite a obtenção da valorização que, por contrato, é devida ao investidor.

¹⁵⁸⁷ Isto que se diz a respeito dos *equity swaps* tem aplicação também às opções de compra — *call options* —, ou de venda — *put options*; Na literatura portuguesa, numa perspetiva civilista, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, pp. 537 ss.; FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos*, II, pp. 139 ss.; SOARES DA FONSECA *Do contrato de opção*. Sobre o contrato de opção, especificamente numa perspetiva mobiliária, BENJAMIN, *Interests in Securities*, pp. 66 ss.; na literatura nacional, cf. AMADEU FERREIRA, “Operações de futuros e opções”, pp. 151 ss.; ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros*, p. 59 ss.; P. CÂMARA, *Manual*, pp. 191-192 ss. Sendo múltiplas as finalidades que a opção se afigura apta a prosseguir, a possível interseção do contrato de opção com as situações de titularidade temporária de valores mobiliários por conta de outrem surge naqueles casos em que o recurso a esta figura serve para operar uma completa dissociação entre a titularidade de uma carteira de valores mobiliários e o associado risco de investimento. Em particular nos designados contratos de opção de compra e de venda (*put&call option*), é permitido às partes *congelar* as condições da venda (MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 547), caso em que lhes será indiferente a evolução futura das ações em causa (incluindo o recebimento de quaisquer rendimentos); obtém-se por esta via uma completa transmissão do risco económico para o concedente da *put option* (e beneficiário da *call option*). O funcionamento dos contratos de *put&call*, e especificamente o seu efeito de *decoupling economic ownership from voting power*, é apontado nos já citados estudos de HU/BLACK, “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, pp. 811 ss. Desta particular alocação do risco de investimento não resulta porém uma qualquer vinculação do titular das ações a atuar no interesse da sua contraparte, ou muito menos a seguir as suas instruções, designadamente, no exercício de direitos sociais. Também desse conteúdo típico não resulta uma qualquer limitação do poder de disposição do titular das ações na vigência da operação; de outro modo dito, na pendência da opção, e até ao exercício desta, as prerrogativas do titular das ações não se encontram por regra limitadas, nem sequer por vínculos de natureza (puramente) obrigacional (Neste sentido, CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, pp. 104-105).

¹⁵⁸⁸ Assumindo a forma de *contratos diferenciais* (cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Contratos Diferenciais”, pp. 81 ss.; ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros*, p. 182 ss.).

¹⁵⁸⁹ Tema que, para além de revestir inequívoco interesse prático, está na ordem do dia em inúmeras ordens jurídicas. Prova disso é, de resto, o intenso debate que, nos anos recentes, se tem suscitado em inúmeros ordenamentos acerca das implicações decorrentes da celebração de *equity swaps* para efeitos do dever de comunicação de participações qualificadas, problema que, na sua base, tem precisamente a qualificação da

empréstimo de valores mobiliários, a recondução de uma situação concreta ao fenómeno fiduciário pressupõe, para além da aludida economia contratual, que sejam identificáveis outros acordos entre as partes, relacionados por exemplo com a (re)transmissão das ações, a sua indisponibilidade no decurso da operação ou o exercício de direitos inerentes, que tornem inequívoca a prossecução, pelo intermediário financeiro e titular das ações, de um interesse do seu cliente¹⁵⁹⁰.

III. Não negando o interesse — dogmático e prático — das figuras antes descritas, até em face da sua crescente relevância no comércio jurídico, incluindo entre nós, não é todavia delas que me pretendo ocupar de seguida. Ao invés, conforme anunciado na Introdução, a situação jurídica que pretendo retratar, ensaiando depois a sua recondução ao fenómeno fiduciário, é a que resulta das manifestações no mercado mobiliário português de modelos de *titularidade indireta* de valores mobiliários. Com efeito, a dinâmica própria do mercado mobiliário português deu origem a relações de investimento, com inequívoca projeção, caracterizadas pela atribuição aos intermediários financeiros de um papel que ultrapassa a função de mero *custodiante*¹⁵⁹¹, em que estes são chamados a atuar, de forma

situação jurídica emergente do *swap* como um caso de titularidade (pelo intermediário financeiro) em nome próprio mas por conta de terceiro. Daí que, como se diz no texto, a discussão se centre decisivamente na eventual qualificação em concreto de um *equity swap* como uma situação de detenção por conta de outrem — assim, por exemplo, ZETZSCHE, “Hidden Ownership in Europe”, p. 203. Aliás, em resultado da prática habitual de aquisição das ações pelo intermediário financeiro com vista à cobertura do risco a que se encontra exposto, o debate a que aqui se faz referência não se limita sequer aos *equity swaps* de liquidação física, estendendo-se também, ainda que com fundamentos menos evidentes, aos chamados *cash-settled equity swaps*. Sobre o ponto, cf. §13.º.

¹⁵⁹⁰ Em particular, interessa notar que da economia e funcionamento do *equity swap* — como também da economia das opções de compra e venda — não resulta, por regra e definição, a vinculação intermediário financeiro, à prossecução do interesse da sua contraparte (e cliente), mesmo quando tenha adquirido ou permaneça titular das ações que constituem o ativo subjacente do negócio; tal não resulta do conteúdo típico desta figura contratual, nem corresponde à sua função económico-social usual. Razão porque, aliás, aquela dissociação entre titularidade e risco que o *equity swap* e as *call/put options* operam não tem necessariamente impacto no modo e sentido do exercício de direitos sociais inerentes às ações que o intermediário financeiro adquira (para cobrir o seu risco, ou cumprir a sua obrigação de entrega nos casos de liquidação física), nem no poder de disposição que ao intermediário financeiro cabe sobre tais ações na vigência da operação. Assim sendo, a recondução de um contrato de *equity swap* ou de um contrato de opção (mesmo de liquidação física) a uma situação de titularidade temporária de valores mobiliários em nome próprio mas por conta de terceiro — e, por esta via, a sua qualificação como um fenómeno de interposição gestória de tipo fiduciário — dependerá sempre da identificação de outros vínculos contratuais, estranhos ao conteúdo típico daquela figura contratual, e que projetem o interesse de um terceiro na *situação proprietária* em que vem investido o titular das ações na pendência da operação. Noutros termos, para que o recurso a esta figura contratual possa ser reconduzido a um fenómeno de natureza fiduciária, o efeito de alocação do risco de investimento deverá constituir a consequência de uma especial conformação de interesses acordada entre as partes, que deve porém ser alicerçada em elementos (em sentido próximo, FERRARINI, “Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario”, p. 657).

¹⁵⁹¹ Não se ignoram as objeções que, apelando com rigor à etimologia dos conceitos jurídicos, podem ser apontadas ao emprego da expressão *custódia* relativamente a valores mobiliários escriturais. Creio porém

padronizada e tipicamente para uma multiplicidade de investidores, como titulares de valores mobiliários em nome próprio mas por conta de clientes. Em suma, à semelhança do que vimos suceder noutros ordenamentos, também entre nós convivem *de facto*, lado a lado, modelos de *titularidade direta*, decorrentes do quadro legal, e práticas de *detenção indireta* de valores mobiliários, desenvolvidas no tráfego jurídico em diferentes contextos e com justificações distintas, mas objeto de tímido acolhimento nalguns quadrantes normativos específicos.

Este *fenómeno social* é explicado por razões operacionais, comerciais ou mesmo decorrentes de imposição legal ou condicionamentos de natureza regulatória, mas, acima de tudo, reflete as práticas prevalecentes no tráfego internacional e nalguns ordenamentos de referência. Com efeito, a circunstância de os mais relevantes mercados financeiros — designadamente o inglês, o alemão e o norte-americano — assentarem a circulação de valores mobiliários em modelos de titularidade indireta, em que é preponderante a intervenção das empresas de investimento na própria cadeia de titularidade e cujos agentes estão perfeitamente preparados para — aliás, preferem — operar no quadro de relações fiduciárias¹⁵⁹², constitui um fator que explica esta *importação* para o mercado português — de menor dimensão, dependente dos investidores internacionais e por isso mais vulnerável à sua influência — dos modelos contratuais e relacionais prevalecentes nesses mercados relevantes¹⁵⁹³. Ademais, atenta a reconhecida relevância dos usos no quadro das atividades

que a opção de a manter se justifica, desde logo, pela circunstância de ela ter já merecido acolhimento em alguns instrumentos normativos nacionais. Mais relevante é porém a sua generalizada aceitação na literatura jurídica, em particular na estrangeira, justamente para traduzir a *guarda* de valores mobiliários por intermediários financeiros por conta de clientes, *seja* em nome destes *seja* em nome próprio. A noção de *custódia* de valores mobiliários passou por isso a traduzir também a atuação dos intermediários financeiros já não como meros depositários, mas enquanto titulares efetivos dos valores mobiliários por conta dos clientes, prestando um conjunto mais ou menos amplo de serviços associados e combinando elementos comuns ao depósito e ao mandato sem representação.

¹⁵⁹² GRAZIADEI/MATTEI/SMITH, “Commercial trusts in European private law”, p. 24, assinalam esta preferência cultural dos agentes dos mercados de capitais anglo-americanos por estruturas de natureza fiduciária, aptas a segregar patrimónios e, por essa via, a segregar e diversificar o risco.

¹⁵⁹³ Reconhecendo a existência, entre nós, de situações “*de depósito e inscrição em conta aberta em Portugal de intermediário financeiro (...) em nome de um só titular que de facto os detém por conta de outrem, situação normal em relação a investidores habituados a lidar com sistemas de detenção indirecta ou por efeito de transmissões operadas a partir de instituições financeiras estrangeiras integradas em sistema com esta natureza*”, cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 76. Refere estes casos, que designa de multi-intermediação, AMADEU FERREIRA, Valores Mobiliários Escriturais, pp. 313-314. Por seu turno, M. GALVÃO TELLES, “Unidroit preliminary convention”, p. 429, nota que o enraizamento destas práticas de titularidade indireta justifica que, mesmo em ordens jurídicas que acolheram os valores mobiliários escriturais — como Portugal, mas também Espanha e França —, se identifiquem no tráfego situações de titularidade indireta de valores mobiliários, como projeção sistemática. Recentemente, escrevendo sobre o exercício de direitos de voto nas sociedades cotadas, no quadro das alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio,

de intermediação financeira, e mais genericamente no âmbito do direito comercial, é inequívoco o substrato normativo desta realidade que se pretende de seguida descrever: estes modelos de titularidade indireta assentam em modelos jurídicos padronizados e regras de conduta uniformes, que permitem densificar o seu conteúdo jurídico essencial¹⁵⁹⁴.

Esta opção por inscrever os valores mobiliários escriturais (e equiparados) não diretamente numa conta de registo individualizado aberta em nome do investidor, mas antes numa conta de titularidade de um intermediário financeiro, que assenta na autonomia privada das partes envolvidas, tem subjacente uma opção de fundo que, abdicando da simplicidade e consequente certeza jurídica oferecida pelo modelo de titularidade direta consagrado no Código dos Valores Mobiliários, privilegia antes a maior flexibilidade operacional permitida pela detenção indireta. Assentes em relações contratuais que agregam características próprias do contrato de depósito ou registo de valores mobiliários e do contrato de mandato (sem representação), estas situações têm porém como consequência o *afastamento* entre emitente e investidor final, cuja relação passa a ser marcada por um ou mais níveis de intermediação. Neste âmbito, assume importância fundamental, também no tráfego mobiliário português, a utilização das chamadas *contas omnibus* (*contas jumbo* ou *contas globais*), contas de titularidade em que os intermediários financeiros inscrevem, de forma indistinta, os valores mobiliários por si detidos por conta de terceiros — que tanto podem ser os investidores finais, como outros intermediários financeiros que por sua vez atuam, no quadro de uma cadeia de intermediação mais ou menos complexa, por conta dos *ultimate investors* —, sendo a imputação das posições específicas de cada investidor *relegada* para os registos internos do ou dos intermediários financeiros envolvidos¹⁵⁹⁵.

MENEZES CORDEIRO, “Novas Regras sobre Assembleias Gerais,” pp. 32-33, faz igualmente referência a estas situações de titularidade de ações por intermediários financeiros em nome próprio mas por conta de clientes.

¹⁵⁹⁴ Isso pode ser relevante nos processos de interpretação e integração dos contratos de custódia (indireta) de valores mobiliários celebrados entre intermediários financeiros e clientes; sobre a relevância dos usos e costumes no direito comercial, ENGRÁCIA ANTUNES, “Os Usos e o Costume no Direito Comercial”, pp. 215 ss.

¹⁵⁹⁵ Demonstro que, apesar de não constituírem contas de valores mobiliários em sentido próprio, a lei não ignora a existência destes registos informáticos internos dos intermediários, através dos quais estes imputam a clientes específicos as quantidades de valores mobiliários fungíveis inscritos, em nome do intermediário, numa *conta global*. De facto, na sequência da transposição da DMIF para a ordem jurídica interna, a relevância jurídica destas contas internas foi expressamente reconhecida no quadro das exigências de segregação patrimonial impostas aos intermediários financeiros, devendo elas permitir a identificação a todo o tempo das quantidades de valores mobiliários imputáveis a cada cliente (cf., em especial, as diversas alíneas do art. 306.º/5 CdVM e os arts. 306.º-A a 306.º-D do mesmo Código). Sobre estes, enquanto fundamento de um dever fiduciário de segregação patrimonial imposto ao intermediário financeiro, cf. §§10.1 e 10.2.

O fenómeno é socialmente relevante, envolvendo um volume significativo de valores mobiliários, sendo através dele que se organiza parte significativa do investimento estrangeiro no mercado mobiliário português, em particular em valores mobiliários integrados em sistema centralizado português¹⁵⁹⁶. As cadeias de investimento internacional, criadas para permitir a investidores estrangeiros o acesso a um mercado *regional* como o mercado português, constituem talvez o exemplo paradigmático destas situações de *titularidade intermediada* de valores mobiliários: a negociação por investidores internacionais em valores mobiliários emitidos por sociedades de lei portuguesa — e, em particular, admitidos à negociação em mercado regulamentado português ou, pelo menos, integrados em sistema centralizado — assenta na detenção de valores mobiliários através de um ou mais intermediários financeiros. A verdade é que, como a exposição que se segue deixará claro, esta hipótese de investimento transfronteiriço não consome integralmente a vigência paralela de modelos de titularidade indireta de valores mobiliários. Como forma de beneficiar da redução dos *custos de transação* que estes modelos propiciam, em particular quando associados à utilização de *contas jumbo*, também em situações puramente domésticas é possível, e aliás comum, encontrar manifestações do fenómeno. O propósito das próximas páginas é o de proceder a um levantamento dessas situações, deixando para depois o seu enquadramento e possível recondução à categoria da titularidade fiduciária de valores mobiliários.

¹⁵⁹⁶ De acordo com informação constante do Relatório Anual CMVM 2009, a receção de ordens de investidores não residentes ascendeu, durante o ano de 2009, a cerca de 45% do total (p. 137), ao passo que no segmento acionista os valores registados por conta de investidores não residentes representam mais de 50% do total (p. 142). Não sendo prestada informação concreta acerca da forma jurídica em que assenta este investimento estrangeiro em valores mobiliários admitidos em mercado regulamentado português, é seguro afirmar que grande parte seguirá modelos de titularidade indireta, não dependendo da efetiva *presença* daqueles investidores estrangeiros no nosso mercado. Seria seguramente incomportável, e é por isso pouco provável, pelos custos acrescidos e pela complexidade operacional, que cada investidor que pretendesse investir em Portugal abrisse, junto de um intermediário financeiro, uma conta de registo de valores mobiliários, para inscrição dos seus investimentos. Tal poria seriamente em causa a possibilidade de negociação de valores mobiliários por investidores internacionais. Salienta a importância das práticas de detenção indireta como instrumento idóneo para assegurar o investimento estrangeiro no mercado de capitais espanhol, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 241, notando ainda, com base em dados da CVMV de 2007, que praticamente 50% das transações sobre valores mobiliários realizadas em bolsa foram efetuadas por investidores não residentes.

9.2.2 Titularidade indireta e investimento transfronteiriço; a utilização de contas de titularidade *omnibus*. Titularidade indireta em situações puramente domésticas

I. Primeiro exemplo significativo desta prática de titularidade indireta no tráfego mobiliário português é o das cadeias de investimento estrangeiro (*i.e.* envolvendo investidores sedeados noutras ordens jurídicas) em valores mobiliários emitidos por sociedades de lei portuguesa integrados em sistema centralizado português¹⁵⁹⁷. Na prática mobiliária, a base destas cadeias consiste, sempre, numa conta de titularidade de valores mobiliários aberta junto de um intermediário financeiro membro do sistema centralizado. Consoante os casos, esta conta pode estar aberta em nome de uma instituição estrangeira autorizada a atuar em Portugal, que constitui o primeiro elo da rede de intermediação, ou, alternativamente, em nome de um intermediário financeiro português, que, por sua vez, atua por conta de um ou mais intermediários estrangeiros. Tipicamente também, e seguindo a prática comum no tráfego internacional, esta primeira conta — a conta de titularidade¹⁵⁹⁸ — é uma conta *omnibus*, estando nela inscritos, de forma indistinta e não segregada¹⁵⁹⁹, valores mobiliários fungíveis detidos por conta de múltiplos investidores ou de outros intermediários financeiros que participam na cadeia (*pooling*)¹⁶⁰⁰. Estes investidores não são reconhecidos como contitulares daquela conta de registo individualizado, não constituindo esta, portanto, uma conta coletiva¹⁶⁰¹.

¹⁵⁹⁷ Sendo usual, ainda que não obrigatório, que se encontrem admitidos à negociação em mercado regulamentado português.

¹⁵⁹⁸ Cf. §9.1. É comum a indicação, no boletim de abertura da conta, de que os valores mobiliários inscritos naquela conta em nome do intermediário financeiro são detidos por conta de clientes, sem que estes sejam identificados individualmente; na gíria de mercado, fala-se de *contas de valores de clientes*, ou *por conta de clientes*.

¹⁵⁹⁹ Não segregada, porque da conta de registo individualizado não resulta a imputação de uma quantidade específica de valores mobiliários aos sujeitos por conta de quem o intermediário financeiro atua. É apenas nos registos internos do intermediário financeiro que as posições individuais daqueles são *desdobradas* em tantas subcontas quantos os clientes em causa.

¹⁶⁰⁰ Tipicamente associadas a estas contas *jumbo* para o registo de valores mobiliários surgem também contas de depósito de dinheiro detido por conta dos mesmo clientes, relacionado por exemplo com o pagamento de rendimentos dos valores mobiliários em causa.

¹⁶⁰¹ *I.e.* não consubstanciam contas de valores mobiliários abertas em nome de duas ou mais pessoas singulares (e previstas nos arts. 57.º, 68.º/1-a) e 74.º/2 CdVM), estando, ao invés, antes abertas em nome do intermediário financeiro, e apenas em seu nome. Sobre as contas coletivas, CONCEIÇÃO NUNES, “Contas colectivas de valores mobiliários”, pp. 275 ss.

Esta conta de titularidade, que não reveste natureza temporária ou transitória, é depois *desdobrada* em sucessivos registos¹⁶⁰², mantidos diretamente em nome do investidor ou, nas hipóteses de maior complexidade, em nome ainda de um outro intermediário financeiro situado no patamar subsequente da cadeia, e assim sucessivamente até se chegar ao investidor final. Todavia, estes registos ou *contas-espelho* em que se vai *bifurcando* a conta de titularidade situada no primeiro patamar da cadeia constam exclusivamente da contabilidade interna dos intermediários financeiros que nela participam, não se confundindo com as contas de titularidade a que o quadro legal faz referência¹⁶⁰³. Analogamente ao que sucede nos ordenamentos onde prevalece o paradigma da titularidade indireta, sobrepõem-se nestas cadeias de intermediação sucessivas posições jurídicas distintas, sendo a posição de cada interveniente na cadeia (incluindo a do investidor final) *derivada* daquela de que é titular o participante anterior¹⁶⁰⁴. Estas *posições jurídicas derivadas*¹⁶⁰⁵ refletem, sucessivamente, o conteúdo — patrimonial e social — dos valores mobiliários em questão. Todavia, perante o emitente, elas não se somam: cada direito é oponível ao interveniente que se encontra no escalão superior da cadeia e só o titular da conta de registo individualizado será reconhecido pelo emitente como o verdadeiro titular¹⁶⁰⁶.

Neste contexto, merece especial referência a situação, amplamente difundida no tráfego internacional, em que a cadeia de intermediação integra uma instituição financeira prestadora, a nível transfronteiriço, de serviços de guarda, gestão e liquidação de transações sobre valores mobiliários — conhecidos como *global custodians*¹⁶⁰⁷. Estas entidades, normalmente bancos mas que podem também ser CSD internacionais, agregam e

¹⁶⁰² Tratadas na literatura internacional como relações de *custody* e *sub-custody* — cf. BENJAMIN, *Interests in Securities*, pp. 225 ss.

¹⁶⁰³ Tal como previstas no art. 61.º e para efeitos, designadamente, dos arts. 74.º ou 80.º, todos do CdVM. Esta conclusão, pela sua relevância, será detalhada mais adiante. Pronunciando-se no sentido de que estes registos internos não constituem contas de titularidade, na hipótese específica da gestão de patrimónios — que será também mais à frente descrita —, cf. O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, p. 157. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, pp. 76-77, por seu turno, refere a *falta de suporte legal* para atribuir a estes registos a natureza de registos de titularidade. Veja-se ainda, neste sentido, a posição adotada na secção respeitante a Portugal do *Legal Certainty Group Comparative Survey*, p. 105 e *passim*.

¹⁶⁰⁴ Aliás, em resultado disso, o investidor final não sabe — e geralmente nem se interessa em saber — quem atua como *first tier intermediary* e, nessa qualidade, assegura a ligação direta com a sociedade emitente.

¹⁶⁰⁵ Mais à frente teremos oportunidade de procurar caracterizar dogmaticamente estas posições derivadas de cada participante na cadeia de intermediação; sugerindo a qualificação de cada um destes direitos como *valor mobiliário reflexo*, GALVÃO TELES, “Unidroit preliminary Draft Convention”, pp. 427 ss.

¹⁶⁰⁶ Isso mesmo ficará fundamentado já de seguida (cf. §9.3).

¹⁶⁰⁷ Cf. §8.1.

administram os *portefólios* de investidores compostos por valores mobiliários emitidos em múltiplos mercados, funcionando como ponto único de conexão com diversas ordens jurídicas¹⁶⁰⁸. A atuação destes *global custodians* assenta quase sempre em modelos de titularidade indireta, uma vez que aquela conexão com os mercados locais não é assegurada diretamente (*i.e.* com presença física e jurídica), mas através de redes de *custódia* e *subcustódia*, mais ou menos complexas, que podem incluir entidades subsidiárias ou outros intermediários financeiros locais. Isso implica que, relativamente a valores mobiliários integrados em sistema centralizado português, a respetiva conta de titularidade seja aberta ou em nome do *global custodian* ou em nome de um intermediário financeiro — que, por sua vez, pode ser nacional ou também estrangeiro — que assegura a interligação daquela entidade com o mercado mobiliário português e que será, para valores mobiliários integrados em sistema centralizado, participante nesse mesmo sistema¹⁶⁰⁹. É comprovado pela informação estatística divulgada periodicamente pela CMVM que a relevância destas práticas de titularidade indireta não é residual no mercado mobiliário português, sendo a partir delas que se materializa uma parte significativa do investimento estrangeiro, designadamente por investidores institucionais (fundos de pensões, fundos de investimento, etc.), em ações admitidas à negociação em mercado regulamentado¹⁶¹⁰. Exemplo paradigmático deste fenómeno de *global custody*, com imensa relevância na circulação transfronteiriça de investimento em valores mobiliários no mercado português, é

¹⁶⁰⁸ Sobre o papel destes *Global Custodians*, cf. BENJAMIN, *Interests in Securities*, pp. 225 ss.

¹⁶⁰⁹ A atuação destas entidades no mercado português pode ser ilustrada através do seguinte exemplo. Imagine-se que o fundo de pensões A, sediado em Nova Iorque, e a sociedade de corretagem B, sediada em Tóquio pretendem participar num processo de privatização da portuguesa X, bem como adquirir ações de uma outra sociedade objeto de uma oferta pública de aquisição hostil. Para o fazer, o comportamento mais comum será a emissão de uma ordem junto do seu *Global Custodian*, com sede em Londres mas com subsidiárias naquelas duas outras cidades; este, por sua vez, através de um intermediário financeiro de interligação, procede à aquisição daqueles valores mobiliários, que ficam inscritos numa conta de clientes aberta, junto de um banco português autorizado a prestar serviços de registo e depósito de valores mobiliários (e participante da entidade gestora do sistema centralizado), em nome do referido intermediário financeiro de ligação.

¹⁶¹⁰ É talvez altura de recuperar uma ideia que foi atrás sugerida e que deve agora ficar definitivamente assente: a de que, nestes casos em que uma cadeia de titularidade indireta tem na sua base uma conta de registo individualizado (cf. art. 61.º CdVM) — e, designadamente, uma conta de registo individualizado que integre o sistema centralizado (cf. art. 61.º/a) e 62.º CdVM) —, o direito português será aplicável em tudo o que diga respeito à constituição de situações jurídicas reais sobre os valores mobiliários inscritos nessa mesma conta de registo (cf. art. 41.º CdVM), como aplicável será no que diga respeito à determinação da natureza e alcance dos direitos do intermediário financeiro de base — em nome de quem está aberta a conta de registo individualizado sobre a qual é construída a cadeia de titularidade indireta — num cenário de insolvência deste. Isto sem prejuízo de, nas sucessivas relações jurídicas em que sejam espelhados aqueles valores mobiliários, e designadamente em resultado da aplicação do critério PRIMA, serem aplicáveis a lei ou as leis dos locais em que estão situados os demais intermediários que participam na cadeia de intermediação, as quais serão em particular relevantes para determinar o regime aplicável à constituição de situações jurídicas reais (aquisição, oneração, etc.) sobre as posições jurídicas derivadas que se sobrepõem na cadeia de intermediação.

a abertura de contas de titularidade por CSD internacionais junto de intermediários financeiros autorizados em Portugal a prestar serviços de registo de valores mobiliários. Neste quadro, seguindo o modelo de titularidade indireta assente naquele desdobramento de sucessivas *contas-espelho* a partir da conta de base, aqueles CSD detêm os valores mobiliários ou diretamente por conta de investidores finais ou, o que é comum, por conta de outros intermediários financeiros que, não participando no sistema centralizado português, são já membros do sistema gerido por aquele CSD internacional, atuando por conta de clientes seus¹⁶¹¹.

Refira-se, aliás, que a importância destas cadeias de investimento internacional em valores mobiliários integrados em sistema centralizado localizado em Portugal, projetando-se predominantemente sobre o investimento em ações, a ele não se limita, abarcando também emissões de valores mobiliários representativos de dívida. Os anos recentes assistiram a um aumento significativo da integração em sistema centralizado português de emissões de dívida por sociedades sujeitas a lei portuguesa, incluindo os casos muito relevantes dos programas de *EMTN (Euro Medium Term Notes)*, ou das emissões de obrigações titularizadas e de obrigações hipotecárias e sobre o setor público. Em resultado disso, de um cenário em que as emissões de dívida por sociedades portuguesas, incluindo instituições de crédito, envolviam quase sempre o recurso a *special purpose vehicles* sediados noutras ordens jurídicas, passou-se às chamadas *emissões diretas*, com integração em sistema centralizado nacional. Sucede que, em termos de volume, os investidores destes produtos de dívida são por norma investidores institucionais estrangeiros; tipicamente, estes valores mobiliários constituem-se com a inscrição em contas (*omnibus*) abertas em nome de um ou mais intermediários financeiros, desenvolvendo-se, a partir daí, uma cadeia

¹⁶¹¹ Casos com imensa relevância são os do *Euroclear* e do *Clearstream*, CSD internacionais que asseguram, por conta de clientes seus, a interligação com o mercado mobiliário português. Estas grandes instituições financeiras são titulares em nome próprio de contas de titularidade abertas junto de intermediários financeiros portugueses, nas quais estão inscritos os valores mobiliários por si detidos *por conta* de clientes, que tanto podem ser investidores finais (desde que sejam participantes nos sistemas geridos por aquelas instituições), como outros intermediários financeiros, que por sua vez atuam por conta de clientes, os verdadeiros *ultimate investors*. Ao contrário do que sucede noutros ordenamentos — e do que de resto poderia suceder entre nós, onde o quadro normativo permite a chamada *interligação direta* entre CSD sediadas em ordens jurídicas diferentes através da abertura de conta por uma CSD diretamente noutra CSD —, a interligação entre o sistema centralizado português e aqueles CSD internacionais reveste natureza indireta, uma vez que pressupõe a abertura de conta não diretamente junto da entidade gestora do sistema centralizado português, mas antes junto de intermediário financeiro que nele participa. A relevância prática deste modelo de titularidade indireta, em que os valores mobiliários ficam registados numa conta aberta em nome ou do *Euroclear* ou do *Clearstream*, é inequívoca no mercado das ações, em particular das que se encontram admitidas à negociação na *Euronext Lisbon*, mas é-o também no quadro da emissão de valores mobiliários representativos de dívida e que têm vindo a ser progressivamente integrados em sistema centralizado português.

de titularidade no figurino atrás descrito, que sobrepõe relações de custódia autónomas entre si e que, até chegar ao investidor final, envolve outros intermediários financeiros, *global custodians* e CSD internacionais.

II. O que vem sendo descrito tem como pressuposta a natureza *informal* desta realidade, no sentido que ela se desenvolve fora do quadro normativo especificamente traçado para a titularidade e circulação de valores mobiliários. A verdade, todavia, é que a lei portuguesa não ignora por completo o fenómeno da titularidade indireta de valores mobiliários e, se não lhe oferece um regime inclusivo, não deixa de habilitar, ainda que timidamente, a criação destas cadeias de intermediação a partir de uma conta de registo individualizado. Assim acontece, por exemplo, com o disposto no art. 91.º/6 CdVM, ao abrigo do qual se permite, excecionalmente e nos termos de regulamentação da CMVM, a abertura de contas de titularidade de valores mobiliários junto da entidade gestora de sistema centralizado português, *às quais se aplica o regime jurídico das contas da mesma natureza junto de intermediários financeiros*¹⁶¹².

É múltipla a utilidade de uma tal conta de titularidade aberta junto da entidade gestora de sistema centralizado português. Numa perspetiva, ela pode servir, por exemplo, para a *exportação* de valores mobiliários emitidos por sociedade de lei portuguesa para um mercado estrangeiro. Mas, para além deste caso, ela torna possível a interligação direta entre a entidade gestora doméstica e um CSD internacional, permitindo que este abra junto daquela uma conta de registo individualizado, destinada a inscrever os valores mobiliários que, admitidos à negociação em mercado regulamentado e por isso integrados em sistema centralizado, *pertencem* a investidores estrangeiros. Não sendo esta modalidade de interligação direta, ao que parece, a mais comum no tráfego mobiliário português, prevalecendo a prática atrás descrita de abertura de conta de titularidade junto de intermediário financeiro autorizado a atuar em Portugal, ela representa uma importante *válvula de escape*, oferecendo maior flexibilidade face à rigidez do modelo genericamente aplicável da titularidade direta. De um prisma dogmático, é também relevante esta abertura do edifício normativo ao fenómeno das cadeias de intermediação, reveladora afinal de

¹⁶¹² Neste domínio, determina o art. 35.º/2 do RegCMVM n.º 14/2000 que podem abrir contas de titularidade direta as entidades prestadoras de serviços de liquidação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros.

alguma *permeabilidade* de um sistema de circulação de valores mobiliários que se pensaria estritamente destinado a um modelo de titularidade direta.

Por outro lado, interessa notar que o acesso por investidores estrangeiros a valores mobiliários emitidos por uma sociedade portuguesa pode ser potenciado pela integração — ainda que parcial — daquela emissão num mercado regulamentado em funcionamento numa outra ordem jurídica. Trata-se, de resto, de uma possibilidade expressamente prevista, ainda que pouco tratada, na regulamentação da CMVM¹⁶¹³; ela implica a determinação da quantidade dos valores mobiliários que se encontram integradas no sistema estrangeiro e sujeitos a controlo pela entidade gestora do sistema estrangeiro (ou por intermediário financeiro de interligação)¹⁶¹⁴, e que se encontram bloqueados, não podendo ser negociados no mercado português. Ora, nada obsta — e pode mesmo ser a solução operacionalmente mais segura e vantajosa — que aqueles valores mobiliários destinados a circular no mercado estrangeiro sejam inscritos numa conta *omnibus* de registo individualizado¹⁶¹⁵ em nome ou da entidade gestora do sistema estrangeiro em que a emissão se encontra parcialmente integrada ou de intermediário financeiro de interligação, procedendo-se depois ao sucessivo desdobramento das posições dos investidores nos registos internos do ou dos intermediários financeiros envolvidos. Também aqui é o próprio quadro legal que, ao habilitar estes mecanismos peculiares de interligação entre mercados — incontornáveis num contexto de investimento globalizado —, cria as condições para o surgimento de situações de titularidade indireta, em que os valores mobiliários destinados a negociação num outro mercado organizado são registados em conta da titularidade de uma instituição financeira, que é depois desdobrada em registos internos dos intermediários financeiros envolvidos e que materializam as posições dos investidores estrangeiros que, nesse outro mercado, adquirem as suas *posições de investimento*¹⁶¹⁶.

¹⁶¹³ Cf. art. 8.º, Anexo I do RegCMVM 14/2000.

¹⁶¹⁴ Deve ser para este efeito aberta uma subconta de emissão, que indica precisamente os valores mobiliários objeto de controlo pela entidade estrangeira — Cf. art. 8.º-a), Anexo I do RegCMVM 14/2000

¹⁶¹⁵ Que pode ser aberta diretamente na entidade gestora do sistema centralizado português, ao abrigo do expediente permitido pelo já citados art. 91.º/6 CdVM e art. 35.º/2 do RegCMVM 14/2000.

¹⁶¹⁶ Ainda no âmbito deste fenómeno das cadeias de investimento transnacionais, merece referência breve a situação inversa que envolve a negociação por investidores portugueses de valores mobiliários admitidos em mercado estrangeiro. Nestes casos, o padrão de mercado habitual não consiste na aquisição direta pelo investidor dos valores mobiliários — por razões óbvias relacionadas com os custos acrescidos, dificuldades operacionais, falta de informação, desconhecimento dos procedimentos aplicáveis —, mas antes no recurso aos serviços do seu intermediário financeiro português. Este, atuando tipicamente em nome próprio mas por conta do seu cliente, recorre para o efeito aos serviços de um intermediário financeiro autorizado a atuar no mercado de destino, que registará os valores numa conta *omnibus*, que pode ser aberta em nome do

III. Também em situações sem conexão (pelo menos imediata) com outros ordenamentos se podem encontrar manifestações de titularidade indireta de valores mobiliários. Um primeiro exemplo, com inequívoca relevância no tráfego mobiliário, é suscitado pela atuação daqueles intermediários financeiros que, mesmo autorizados a operar em Portugal e a prestar serviços de registo de valores mobiliários, não sejam participantes no sistema centralizado¹⁶¹⁷. Não constituindo um requisito obrigatório para o

intermediário financeiro português — se o volume de valores negociados assim o justificar — ou, hipótese mais comum, que será aberta em nome do próprio intermediário financeiro estrangeiro e da qual constam valores detidos por conta de uma multiplicidade de clientes, incluindo o intermediário financeiro português. É nestes casos gerada uma cadeia de titularidade indireta dos valores mobiliários — mesmo para investimento em valores mobiliários oriundos de ordens jurídicas em que sejam prevaletentes modelos de titularidade direta — e que pode depender de múltiplos patamares, inexistindo uma relação direta entre o investidor português e o emitente dos valores mobiliários. Para uma descrição de fenómeno análogo no mercado mobiliário espanhol, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 244-2145; SANTILLÁN, “Cuentas ómnibus y regimen de separación del art. 80 LC”, p. 225. Esta situação pode ser ilustrada com dois exemplos. Pense-se, em primeiro lugar, na hipótese de um investidor que pretenda adquirir valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa em Espanha, onde vigora um sistema de titularidade direta. Pela razões aduzidas, que só não serão aplicáveis a investidores institucionais que movimentem grandes quantidades de valores mobiliários nesse mercado estrangeiro, não será comum a abertura de uma conta de registo de titularidade junto de um intermediário financeiro espanhol, mas antes a emissão de uma ordem de compra dirigida ao seu intermediário financeiro português, que por sua vez ou a executa diretamente — se para tal estiver habilitado — ou a “reencaminha” para um intermediário financeiro espanhol. Consequentemente, os valores mobiliários adquiridos ficarão registados ou numa conta (*omnibus*) aberta em nome do intermediário financeiro português junto de um intermediário financeiro espanhol, se for o caso, ou em conta aberta em nome de um intermediário financeiro espanhol, que atuaria neste caso por conta do intermediário financeiro português. O resultado será a criação de uma cadeia de titularidade indireta, com dois ou mais níveis, consoante o intermediário financeiro português seja ou não titular de uma conta na estrangeiro ou recorra antes aos serviços de um outro intermediário financeiro local. Certo é que os registos internos do intermediário financeiro português em que são contabilizados os valores mobiliários assim adquiridos não constituem verdadeiros registos de titularidade; ao investidor português não cabe, portanto, uma relação direta com o emitente. Outro exemplo, adaptado do sugerido por CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 245, será o do investidor português que pretenda investir em ações emitidas por uma sociedade francesa e admitida à negociação na NYSE Euronext Paris. Neste caso o intermediário financeiro português terá uma relação contratual com um outro intermediário financeiro autorizado a atuar no mercado francês e participante no sistema gerido pela Euroclear France; nos registos desta, aparecerá como titular dos valores mobiliários a entidade francesa, que por sua vez registará numa conta *omnibus* aberta em nome do intermediário financeiro português. Só nos registos internos deste surgirá a posição reconhecida ao investidor final, que assim é desconhecido quer da entidade gestora do sistema francês, quer do próprio emitente. Se assim é na hipótese de investimento em valores mobiliários emitidos numa ordem jurídica em que vigora um sistema de titularidade direta, o exemplo fica ainda mais evidente se o investimento se destinar a um ordenamento que consagre um modelo de titularidade indireta. Pense-se agora que um investidor português pretende adquirir valores mobiliários emitidos por uma sociedade norte-americana e que se encontram admitidos à negociação na bolsa de Nova Iorque, emitindo uma ordem para esse efeito ao seu intermediário financeiro português. Aquilo que este adquire para o seu cliente, diretamente ou através de outros intermediários de interligação, será um *security entitlement* (cf. §8.1), posição derivada dos valores mobiliários emitidos e que também não assegura uma ligação direta com o emitente.

¹⁶¹⁷ Ficou já demonstrado que o encadeamento de contas em que assenta o sistema de centralizado de valores mobiliários pressupõe que as contas (individuais) de registo de valores mobiliários abertas junto de um intermediário financeiro encontrem correspondência numa conta de controlo aberta, pelo mesmo intermediário financeiro, junto da entidade gestora desse sistema centralizado (cf. art. 91.º/1/c) CdVM. Para isso, é necessário que o intermediário financeiro participe no sistema centralizado, o que porém não é

desempenho de atividades de intermediação financeira em Portugal, nada impede que, fruto de motivações comerciais ou limitações de natureza operacional ou regulatória, um intermediário financeiro exerça a sua atividade de intermediação — incluindo sobre valores mobiliários integrados em sistema centralizado — sem que seja membro ou filiado desse sistema. Isso acontece, em particular, com intermediários financeiros de menor dimensão (sociedades de corretagem, sociedades gestoras de património, etc.), mas também com instituições de crédito estrangeiras estabelecidas em Portugal e com sucursais de instituições de crédito estrangeiras¹⁶¹⁸. Outra hipótese relevante é a prestação de serviços — designadamente relacionados com a receção, transmissão e execução de ordens por conta de outrem¹⁶¹⁹ — por intermediário financeiro simplesmente não autorizado a prestar o serviço auxiliar de registo e depósito de instrumentos financeiros¹⁶²⁰.

Nesses casos, o investimento por conta de clientes em valores mobiliários integrados em sistema centralizado obriga o intermediário financeiro que não seja participante no sistema a agrupar esses valores mobiliários em conta de registo individualizado aberta junto de um outro intermediário financeiro, que, este sim, participe naquele sistema centralizado¹⁶²¹. Uma vez mais, a prática comum no tráfego é a abertura de uma conta *omnibus* em nome do intermediário financeiro, que espelha a globalidade dos valores mobiliários que *pertencem* aos seus clientes e não a multiplicação de tantas contas de registo individualizado quantos aqueles investidores finais. A opção pela conta global aberta em nome do intermediário financeiro¹⁶²² é facilmente justificada não apenas pela eliminação

obrigatório. No caso mais relevante no nosso mercado, a aquisição da qualidade de *filiado da Interbolsa* segue os parâmetros do Regulamento da Interbolsa n.º 5/2000.

¹⁶¹⁸ Aliás, a acentuada diferença entre a lista das entidades que se encontram autorizadas a desempenhar atividades de intermediação financeira em Portugal com a das entidades que adquiriram a qualidade de filiado da Central de Valores Mobiliários mostra bem a relevância prática da situação descrita.

¹⁶¹⁹ Cf. art. 290.º/1-a) e b) CdVM.

¹⁶²⁰ Cf. art. 291.º-a) CdVM, o registo e depósito de instrumentos financeiros, *bem como os serviços relacionados com a sua guarda, como a gestão de tesouraria ou de garantias*, constitui um serviço auxiliar dos serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros (cf. arts. 290.º/1 e 289.º CdVM). Sobre esta distinção entre serviços de investimento e serviços auxiliares, P. CÂMARA, *Manual*, pp. 352 ss. Sobre o contrato de registo e depósito, cf. PINTO DUARTE, “Contratos de Intermediação Financeira”, pp. 352 ss., e M. REBELO PEREIRA, “Contratos de Registo e Depósito de Valores mobiliários”, pp. 317 ss.

¹⁶²¹ Intermediário financeiro este que, por sua vez, refletirá esses valores mobiliários na referida conta de controlo aberta por si junto da entidade gestora do sistema centralizado. Descrevendo situação análoga no mercado espanhol, propiciada também pelo acolhimento generalizado de um sistema de titularidade direta, cf. GÓMEZ-SANCHA, “Indirect holdings”, pp. 32 ss.; SANTILLÁN, “Cuentas ómnibus y regimen de separación del art. 80 LC”, p. 221.

¹⁶²² Certo que, na prática, a abertura da conta em nome do intermediário financeiro é tipicamente acompanhada da indicação expressa de que aqueles valores mobiliários são detidos por conta de clientes, por

dos custos acrescidos seguramente associados à abertura de uma multiplicidade de contas, mas também por razões de sigilo comercial¹⁶²³; com efeito, ao assumir a titularidade (por conta) dos valores mobiliários, o intermediário financeiro fica dispensado de indicar à entidade responsável pela *custódia* — e pela ligação ao sistema centralizado — a identidade dos seus clientes e investidores finais, evitando dessa forma a partilha de informação comercial sensível. Tal como vimos suceder nas cadeias de intermediação internacional, esta conta de titularidade (*omnibus*) aberta pelo intermediário financeiro é depois *desdobrada* em sucessivas *contas-espelho*, que procedem à imputação de quantidades dos valores mobiliários inscritos na conta de titularidade a cada um dos seus clientes. É seguro que estas contas não constituem contas de registo individualizado — até porque são mantidas por um intermediário financeiro que não participa no sistema —, mas antes registos internos que, num processo de documentação sucessiva que acompanha as decisões de investimento tomadas pelos investidores ou pelo intermediário por sua conta, cristalizam a posição de cada um daqueles investidores. E, também aqui, esta posição jurídica do investidor é na verdade uma posição *derivada* da que cabe ao intermediário financeiro em resultado da titularidade (da conta de registo) dos valores mobiliários.

IV. Este fenómeno encontra uma concretização adicional no quadro da prestação de serviços de gestão de carteiras¹⁶²⁴, em particular — mas não apenas — envolvendo um intermediário financeiro não autorizado a prestar o serviço auxiliar de registo e depósito de instrumentos financeiros. Também aí têm projecção no tráfego mobiliário situações em que os ativos que integram estes patrimónios de investimento geridos por intermediários financeiros por conta e no interesse de clientes assentam na inscrição de valores mobiliários (tipicamente) em contas de registo *omnibus* abertas em nome daquele prestador de serviços¹⁶²⁵. Nesta hipótese, a titularidade indireta de valores mobiliários surge associada à

oposição aos valores mobiliários que constituem a carteira própria do intermediário financeiro; tal não tem porém impacto na determinação da titularidade dos valores mobiliários aí registados (cf. 9.3).

¹⁶²³ Cf. CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 315; SANTILLÁN, “Cuentas ómnibus y regimen de separación del art. 80 LC”, p. 225.

¹⁶²⁴ Cf. art. 290.º/1-c) CdVM

¹⁶²⁵ Na literatura nacional, sobre o contrato de gestão de carteiras, veja-se, para além de outras obras citadas seguidamente, FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos*, II, p. 175; ENGRÁCIA ANTUNES, *Direito dos Contratos Comerciais*, pp. 587 ss.; P. CÂMARA, *Manual*, pp. 429 ss.; PINTO DUARTE, “Contratos de Intermediação Financeira”, pp. 352 ss.; O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, pp. 151 ss., que procede a uma abordagem aprofundada das especificidades deste tipo contratual ao nível do registo em conta dos valores mobiliários. Cf., também, A. AFONSO, “O Contrato de gestão de Carteiras: Deveres e Responsabilidades do Intermediário

execução de um contrato de gestão de carteiras, que pela sua natureza pressupõe da parte do intermediário financeiro uma atuação *complexa e dinâmica*¹⁶²⁶, que não compreende simplesmente uma função de *guarda* dos valores mobiliários¹⁶²⁷, implicando antes um dever genérico de tomada de decisões de investimento por conta e no interesse do cliente (e investidor) com o propósito de rentabilização dos respetivos ativos¹⁶²⁸. Certo que, na gestão de carteiras, nada impõe que o *património de investimento* integre formalmente a esfera jurídica do intermediário financeiro. Aliás, na sua modalidade porventura mais comum, aquele acervo sujeito a gestão permanece na titularidade do investidor/cliente — encontrando-se os valores mobiliários inscritos em conta de registo individualizado aberta em seu nome — e atuando o intermediário financeiro no quadro de poderes gerais de representação, de amplitude variável, consoante a modalidade de gestão acordada, mas que usualmente incluem o exercício por conta dos direitos inerentes aos valores mobiliários, *maxime* do direito de voto¹⁶²⁹. Todavia, nem sempre é assim, tanto por imposições de natureza regulatória, como em resultado de opções de índole comercial e de flexibilização das estruturas jurídicas que subjazem à gestão de investimentos de clientes.

Financeiro”, pp. 55 ss.; F. GOMES, “Contratos de Intermediação Financeira”, pp. 565 ss.; M. MASCARENHAS, “O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres”, pp. 109 ss. De um prisma normativo, este tipo contratual é objeto de regulação específica no Código dos Valores Mobiliários, especificamente nos arts. 290.º/1(c), 335.º e 336.º, para além de lhe serem aplicáveis as regras gerais aplicáveis a contratos de intermediação financeira previstas nos arts. 321.º ss. do mesmo diploma. Releva, ainda, o regime disposto para as sociedades gestoras de patrimónios, consagrado no Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de Junho (doravante “DL 163/94”), do qual constam algumas disposições que, nos termos que adiante melhor explicitados, se devem entender aplicáveis à generalidade dos contratos de gestão de carteiras, envolvam ou não este tipo particular de intermediário financeiro. A sua configuração como um mandato mercantil, unânime na doutrina — cf., todos, FERREIRA DE ALMEIDA, “Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários”, p. 122, e PAIS DE VASCONCELOS, *Mandato Bancário*, p. 149 — tem como consequência a sua sujeição genérica ao regime civilista do mandato, como também às disposições previstas no Código Comercial para este tipo contratual (cf. arts. 231.º-233.º),

¹⁶²⁶ Com maior ou menor risco, e no exercício de uma margem de discricionariedade maior ou menor; sobre a distinção fundamental entre os contratos de gestão de carteira assistida, nos quais cabe ao intermediário financeiro essencialmente uma função de aconselhamento das estratégias de investimento a implementar, e os contratos de gestão discricionária, aqueles em que o gestor goza de uma margem de atuação maior, que inclui poderes de disposição sobre os ativos que integram o património de investimento, cf., por exemplo, TAPIA HERMIDA, *El Contrato de gestión de Carteras de Inversión*, pp. 92 ss.

¹⁶²⁷ Ainda que associada a obrigações acessórias de prestação continuada de informação e de execução dos atos materiais e jurídicos necessários para o exercício dos direitos a eles inerentes, típicas de um contrato de custódia de valores mobiliários (cf. BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, p. 31).

¹⁶²⁸ Seguindo em parte a fórmula proposta por Cf. TEGETHOFF, *Das “Treuhandgeschäft”*, p. 78.

¹⁶²⁹ Assim, por exemplo, O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, p. 154, que procede a um levantamento estatístico referente ao tratamento dado ao exercício do direito de voto pelo gestor do património num conjunto de cláusulas contratuais gerais registadas na CMVM. Sobre as diferenças entre a atuação em nome próprio mas por conta alheia e a atuação em nome de outrem, cf., escrevendo a respeito do direito pregresso, FERREIRA DE ALMEIDA, “As Transações de Conta Alheia”, pp. 291 ss.

Desde logo, o modelo de titularidade direta é fortemente limitado por constrangimentos legais quando o serviço de gestão de carteiras seja contratado a um intermediário financeiro não autorizado a prestar serviços de registo e depósito de valores mobiliários. Analogamente ao que sucede na situação atrás descrita dos intermediários financeiros que não são participantes no sistema centralizado, o intermediário financeiro é forçado a inscrever os valores mobiliários objeto das suas atividades de intermediação em conta aberta junto de um outro intermediário financeiro, este sim já autorizado a prestar aquele serviço auxiliar de registo e depósito — e, para valores mobiliários negociados em mercado regulamentado, que é também participante no sistema centralizado¹⁶³⁰. Nada impede que esta conta seja aberta junto daquele outro intermediário financeiro em nome do próprio cliente; não é porém esse o uso padronizado no mercado mobiliário, que se identifica, muito mais e pela razões já aduzidas — relacionadas com a mitigação de custos, com a busca de maior flexibilidade operacional e jurídica e com preocupações de reserva de informação comercial sensível —, com a abertura de uma conta *omnibus* em nome do próprio intermediário financeiro, destinada a agregar os valores mobiliários detidos por conta de uma multiplicidade de clientes.

A este respeito, merece especial referência o quadro normativo traçado para as chamadas sociedades gestoras de patrimónios, precisamente por dele constar o acolhimento legal expresso de um modelo de titularidade indireta de valores mobiliários. Isto porquanto, nos termos do regime que lhes é aplicável, esta categoria de intermediários financeiros está por lei obrigada a *depositar* todos os fundos e demais valores mobiliários pertencentes a clientes em conta bancária¹⁶³¹, que pode ser aberta em nome dos respetivos clientes ou, se para tal autorizada no contrato, em nome da sociedade gestora e por conta dos clientes¹⁶³². Além disso, inscritos os valores em conta da sociedade gestora, esta pode respeitar a valores mobiliários detidos por conta de um só cliente ou, como é mais comum na prática, por conta de vários¹⁶³³; em qualquer dos casos, porém, a conta não configura uma conta coletiva de

¹⁶³⁰ Que será, por norma, uma instituição de crédito, junto de quem será igualmente aberta uma conta para depósito do dinheiro *pertencente* a clientes.

¹⁶³¹ Cf. art. 5.º/1 do DL n.º 163/94, nos termos do qual todos os fundos e demais valores mobiliários pertencentes aos clientes das sociedades gestoras devem ser depositados em conta bancária.

¹⁶³² Cf. art. 5.º/2 do DL n.º 163/94. Ainda de acordo com esta disposição legal, deve ser expressamente indicado no boletim de abertura da conta que esta é constituída ao abrigo desta habilitação legal, e por isso por conta de clientes. Por seu turno, a abertura daquela conta de custódia deverá ser autorizada especificamente no contrato de gestão de carteiras (cf. art. 5.º/3 do DL n.º 163/94).

¹⁶³³ Cf., respetivamente, art. 5.º/3-a) e art. 5.º/3-b) do DL n.º 163/94.

valores mobiliários, sendo aberta exclusivamente em nome da sociedade gestora. Tratando-se de uma conta *omnibus*, a sociedade gestora fica depois obrigada a proceder ao desdobramento das posições de cada cliente na sua contabilidade interna¹⁶³⁴. Contudo, estas *contas* e *subcontas internas* não são equiparada na lei a verdadeiras contas de registo individualizado de valores mobiliários¹⁶³⁵, antes materializando (e atribuindo ao investidor) uma posição jurídica derivada da do intermediário financeiro¹⁶³⁶. Tendo por base este enquadramento normativo, é abundante na prática mobiliária o recurso por sociedades gestoras de património a este modelo das *contas jumbo* abertas em seu nome junto de um outro intermediário financeiro para custódia de valores mobiliários detidos por conta de

¹⁶³⁴ Cf. art. . 5.º/4 do DL n.º 163/94, acrescentando depois o n.º 5 que as sociedades gestoras só podem movimentar a débito as contas referidas quando se trate de liquidação de operações de aquisição de valores, do pagamento de remunerações devidas pelos clientes ou de transferência para outras contas abertas em nome destes.

¹⁶³⁵ Cf. O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, pp. 157 e 167 ss. Esta conclusão, como se adivinha crítica, será objeto de fundamentação já de seguida (cf. §9.3).

¹⁶³⁶ Situação análoga existe no direito alemão, no contexto das atividades de intermediação levadas a cabo por empresas de investimento que não qualificam como instituições de crédito e, nessa medida, não estão autorizadas a receber depósitos de dinheiro ou valores. Trata-se das chamadas *Finanzdienstleistungsinstitute*, que não qualificam como *Kreditinstitute* — por todos, cf. SCHWARK, *Kapitalmarktrechts* (§34a), p. 1347. Nestas situações de gestão (fiduciária) de patrimónios mobiliários, vale o comando injuntivo do §34a WpHG, por força do qual as empresas de investimento devem colocar os ativos dos seus clientes em custódia segregada junto de uma instituição de crédito. Conforme é assinalado na literatura, este regime encontra o seu campo de atuação naquelas situações em que o intermediário financeiro atua em nome próprio mas por conta e no interesse do investidor, no quadro de uma *Vollrechtstreuhand*. Sobre o âmbito de aplicação desta disposição legal, é assinalado na doutrina que ele não se limita — ao contrário do que pareceria sugerir a epígrafe do §34a WpHG — às situações de gestão (discrecionária) de carteiras, mas a todas as prestações de serviços financeiros envolvendo valores mobiliários, incluindo também situações de simples custódia (cf., por todos, BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, p. 366). A obrigação de custodiar o património de clientes junto de terceiros, de cuja violação pode resultar a responsabilização por danos da empresa de investimento (por todos, KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §34a, p. 1477), aplica-se, de forma semelhante, a dinheiro (cf. §34a.1) e a valores mobiliários (cf. §34a.2). Sobre esta disposição, para além das obras de referência já citadas, veja-se também *Kölner Kommentar zum WpHG*/MÖLLERS, §34a, pp. 1547 ss.; M. WEBER, “Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 1998-2000”, p. 3465; WOLF, “Getrennte Verwahrung von Kundengeldern”, pp. 892 ss.; FUCHS, *WpHG*, §34a, pp. 1574 ss.; P. BALZER, *Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute*, pp. 60 ss. É também assinalado ser comum que aquelas contas sejam abertas em nome da própria empresa de investimento (cf. KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §34a, p. 1478), que por isso surge, na qualidade de *Treuhänder*, como titular dos valores mobiliários (ou de dinheiro a eles associado). Todavia, deste dever de custódia segregada resulta a obrigação de colocar os ativos de clientes em contas especiais de natureza fiduciária — as já referidas *Treuhandkontos*, que devem ser abertas separadamente para cada cliente (cf. M. WEBER, “Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 1998-2000”, p. 3465; WOLF, “Getrennte Verwahrung von Kundengeldern”, 894; e FUCHS, *WpHG*, §34a, pp. 1580-1581), não sendo todavia imperativa a comunicação, à instituição depositária, da identidade dos investidores e beneficiários da atuação fiduciária da empresa de investimento (cf. BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, p. 367). Basta que, no momento da abertura da conta, seja claro para a instituição depositária que o propósito da mesma é o de custodiar bens (dinheiro ou valores mobiliários) que, apesar de formalmente em nome da empresa de investimento, se encontram funcionalmente afetos a patrimónios alheios (cf. HADDING/HÄUSER, “Treuhandkonto”, pp. 760 ss.; *Kölner Kommentar zum WpHG*/MÖLLERS, §34a, p. 1553). É depois esta qualificação como *Treuhandkonto* que isola aqueles acervos fiduciários num cenário de execução do património da empresa de investimento (por todos, FUCHS, *WpHG*, §34a, pp. 1582-1583).

múltiplos clientes, assim aproveitando uma (outra) abertura legal a um modelo de titularidade indireta¹⁶³⁷.

Sendo certo que o regime descrito vem previsto num diploma que especificamente se destina a regular a atividade das sociedades gestoras de patrimónios, a intensa analogia com as situações em que a atividade de gestão de carteiras é desenvolvida por outros intermediários financeiros (*maxime*, por bancos) — exceto os sujeitos intervenientes a título profissional, a função e o conteúdo característico dos contratos de gestão de carteira são idênticos num e noutro caso — justifica que, atentos os objetivos normativos de tutela dos investidores, se estenda o seu âmbito de aplicação — e das formalidades por ele impostas — à generalidade dos contratos de gestão de carteiras¹⁶³⁸. Na verdade, esta relevância da titularidade indireta no quadro da gestão de carteiras de valores mobiliários não se esgota na atuação das sociedades gestoras de património e em resultado dos aludidos constrangimentos de natureza legal¹⁶³⁹. Para além desses casos, é prática amplamente difundida no mercado mobiliário o recurso — por assim dizer — *voluntário* às contas *omnibus* como forma de potenciar as vantagens operacionais do *pooling*, que se repercutem em ganhos de eficiência para intermediários financeiros e clientes. É assim no quadro de grandes operações de colocação em mercado — *v.g.* ofertas de distribuição —, em que os intermediários financeiros tomam firme parcelas significativas da emissão, mantendo-os registados em contas *omnibus*, disseminando depois os valores mobiliários pelo seus clientes exclusivamente por meio de registos internos, evitando a multiplicação de operações de transmissão em mercado e permitindo a chamada liquidação *in house*.

V. Ficou dito que as situações atrás descritas envolvem quase sempre valores mobiliários integrados em sistema centralizado e, sobretudo — ainda que não apenas —, ações admitidas à negociação em mercado regulamentado; é aí que estes fenómenos têm no tráfego mobiliário português uma dimensão verdadeiramente sistémica. Não é todavia só

¹⁶³⁷ Cf. O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, p. 162, nota 33.

¹⁶³⁸ Sustenta a aplicação analógica de algumas regras previstas para as sociedades gestoras de patrimónios aos intermediários financeiros que desenvolvam a atividade de gestão de carteiras, O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, p. 153 e p. 157.

¹⁶³⁹ Cf. CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 316, nota que também no ordenamento espanhol cresceu nos tempos recentes — em particular na sequência da transposição da DMIF — o recurso a contas *omnibus* em situações puramente domésticas, justamente como forma de redução de custos de registo em conta individualizada das transações efetuadas, mas também para evitar a partilha de informação comercial entre intermediários financeiros.

quanto a essa categoria de valores mobiliários que o tema se coloca. Também valores mobiliários escriturais não integrados em sistema centralizado, como valores titulados (que não sejam equiparados a valores mobiliários escriturais) podem ser *detidos* ao abrigo de um arranjo contratual indireto, que pressuponha a sua inscrição ou depósito (consoante o caso) em conta aberta em nome de intermediário financeiro, que, atuando em nome próprio, o faz porém por conta e no interesse de terceiro, tipicamente um seu cliente. Para isso, contribuem as mesmas razões que foram aduzidas para explicar a disseminação destes modelos de titularidade indireta no tráfego mobiliário português, mesmo quanto a valores mobiliários que não se destinam a circular massivamente em mercado: potenciar a *importação* de investimento estrangeiro em valores emitidos por sociedades portuguesas, dispensando a presença física do investidor internacional; aproveitar a maior flexibilidade operacional tornada possível com o *pooling*; ou beneficiar da redução dos custos de transação, incluindo em situações puramente domésticas.

Assim, pensando primeiro na hipótese dos valores escriturais não integrados em sistema centralizado, pode dar-se o caso de as contas de registo individualizado abertas junto do emitente¹⁶⁴⁰ ou de intermediário financeiro que o represente¹⁶⁴¹ ou que seja indicado pelo emitente¹⁶⁴² serem-no em nome de um intermediário financeiro que atua por conta de clientes seus¹⁶⁴³; e também essas podem ser *contas jumbo*. O mesmo pode suceder com títulos: a conta de depósito (cf. art. 99.º) pode estar em aberta em nome de intermediário financeiro no quadro de uma atuação por conta de um ou mais clientes¹⁶⁴⁴. A

¹⁶⁴⁰ Cf. art. 61.º(c) CdVM.

¹⁶⁴¹ Cf. art. 61.º(c) CdVM.

¹⁶⁴² Cf. art. 61.º(b) e art. 63.º CdVM.

¹⁶⁴³ Tal pode suceder, por exemplo, no quadro de investimentos em empresas portuguesas feitos por fundos de capital de risco estrangeiros, que não tenham presença em Portugal e, por isso, mantenham os valores mobiliários por si adquiridos (tipicamente ações, mas também ações preferenciais sem voto ou obrigações) *custodiados* em contas abertas junto do *seu* intermediário financeiro autorizado a atuar em Portugal. Outro exemplo significativo é o da situação resultante da constituição e execução de garantias por uma instituição de crédito que atue como *agente* no quadro de um sindicato bancário — por exemplo, no domínio do financiamento de projetos infraestruturais (*project finance*) —, caso em que aquele agente (mandatário) adquirirá os valores mobiliários dados em garantia em nome próprio mas por conta e no interesse (também) de terceiros, os demais participantes naquele sindicato. Aí, as posições destes outros credores sobre aqueles valores mobiliários serão apenas refletidas nos registos internos da instituição de crédito que executa a garantia e se torna, em consequência, titular dos valores mobiliários, dando nestes termos origem a uma cadeia de titularidade indireta.

¹⁶⁴⁴ Não está aqui em causa a aplicação do art. 100.º/1 CdVM; o que desta disposição resulta é a não transmissão da titularidade dos valores mobiliários depositados para a entidade depositária (em desvio à lógica do depósito irregular). A hipótese descrita no texto é aquela em que a própria conta de registo está aberta em nome de intermediário financeiro (que até pode ser o próprio intermediário financeiro que presta o serviço de depósito), mas sendo os títulos nela depositados detidos por conta de terceiros.

este respeito, é propiciadora de uma situação de titularidade indireta a circunstância de a emissão ser representada por um só título, possibilidade expressamente acolhida na nossa lei¹⁶⁴⁵. Pela sua natureza, este modo de representação de uma emissão de valores mobiliários torna possível — à semelhança do que sucede naqueles ordenamentos onde o macrotítulo é ainda um instrumento prevalecente — o seu depósito em conta aberta em nome de um intermediário financeiro (que pode ou não ser o próprio custodiante), que depois desdobra as posições individuais dos investidores apenas nos seus registos internos, posições estas que, portanto, derivam da do intermediário financeiro enquanto titular da conta de depósito.

VI. A realidade que se acabou de descrever é um *facto contemporâneo* e, na sua génese, uma *criação social*, influenciada pelas práticas prevalecentes noutros ordenamentos, mas que oferece resposta a legítimas necessidades do tráfego. Um esforço de síntese permite apontar-lhe dois traços essenciais: em primeiro lugar, a inscrição de valores mobiliários numa *conta de titularidade* aberta em nome de um intermediário financeiro, que são por este detidos por conta e no interesse de (tipicamente) múltiplos clientes; em segundo lugar, a projeção de um vínculo contratual entre cada um daqueles clientes e o intermediário financeiro titular da conta, destinado a assegurar que este prossegue — de forma mais ou menos dinâmica — o interesse dos primeiros (em particular, no exercício dos direitos inerentes, de conteúdo económico ou social), repercutindo na esfera desses *beneficiários* a integralidade do resultado económico associado ao património de investimento.

Sucedem que a demonstrada relevância sistémica destas situações de titularidade indireta de valores mobiliários no tráfego mobiliário português, convivendo *de facto* fora do sistema de titularidade direta previsto e detalhadamente regulado no Código dos Valores Mobiliários, permanece envolta num manto de desconhecimento e incerteza, incompatíveis com a necessidade de assegurar a proteção do mercado e dos investidores. Impõe-se, por isso, avançar um patamar e ensaiar uma caracterização dogmática do conjunto de situações jurídicas descritas. É tarefa que está ainda por fazer na literatura jurídica portuguesa¹⁶⁴⁶,

¹⁶⁴⁵ Cf. art. 99.º/2/(b), caso em que o depósito em intermediário financeiro (ou em sistema centralizado) é obrigatório.

¹⁶⁴⁶ Situação análoga, ainda que com maiores desenvolvimentos doutrinários, é patente no ordenamento espanhol (cf. GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediário”, p. 78).

onde a análise se limita quase sempre aos valores mobiliários (escriturais) que permanecem *dentro* do sistema, nada ou muito pouco se dizendo sobre o regime destas cadeias de intermediação, mesmo quando estas não são totalmente ignoradas¹⁶⁴⁷. É essa a empreitada que pretendo levar a cabo de seguida, num percurso hermenêutico que terá como ponto de referência imediato a lógica própria e a coerência interna do sistema de registo de valores mobiliários consagrado na lei, mas que, como pano de fundo, beneficiará da dogmática fiduciária comum que foi sendo desenvolvida nas primeiras partes deste estudo. O objetivo central de uma tal caracterização jurídica rigorosa destes fenómenos de titularidade indireta de valores mobiliários é o de confirmar a sua recondução à categoria dogmática da titularidade fiduciária, tendo, na sua base, um negócio fiduciário gestório.

9.3 A recondução das manifestações de titularidade indireta de valores mobiliários à categoria da titularidade fiduciária.

I. A quem cabe a titularidade dos valores mobiliários integrados nas cadeias de intermediação acabadas de descrever? É essa a primeira questão a que importa dar resposta. Acorado nos fundamentos de seguida expostos, entendo que aquela posição de titular cabe, para os devidos efeitos legais, ao intermediário financeiro em cujo nome está aberta a conta (*omnibus*) de registo individualizado¹⁶⁴⁸. Certo que se trata de uma titularidade que se reveste de natureza peculiar, porquanto destinada à prossecução de um interesse patrimonial de outrem, surgindo gravada por um vínculo contratual intenso que lhe retira qualquer conteúdo económico. Contudo, ponderado o que atrás ficou dito quanto ao acolhimento de um sistema de titularidade direta e à natureza constitutiva do registo, outra conclusão não se afigura admissível no direito português vigente.

A fundamentação desta conclusão deve começar na devida consideração da relevância normativa atribuída à inscrição na conta de registo individualizado aberta junto de intermediário financeiro participante no sistema centralizado, cuja *conta de controlo*

¹⁶⁴⁷ Como sucede, para citar apenas os textos mais significativos, com as obras de AMADEU FERREIRA e FERREIRA DE ALMEIDA, já amplamente citadas nesta dissertação.

¹⁶⁴⁸ Refira-se ter sido essa a conclusão afirmada, sucessivas vezes, nas secções relativas ao direito português do *Legal Certainty Group Comparative Survey*; veja-se, designadamente, p. 105 ou pp. 125-126.

junto da entidade gestora daquele sistema espelha os mesmos valores mobiliários¹⁶⁴⁹. O modelo de registo único acolhido, assente na sobreposição — embora para efeitos distintos — de contas de registo de titularidade e contas de controlo, faz depender a titularidade dos valores mobiliários de inscrição em conta aberta junto do intermediário financeiro que assegura a ligação com o sistema centralizado. Ora, essa conta de titularidade é, nas situações em análise, aquela conta (*omnibus*) aberta em nome do intermediário financeiro, que não constitui, lembre-se, uma conta coletiva de valores mobiliários e da qual, portanto, os investidores não são sequer cotitulares¹⁶⁵⁰. É essa inscrição registral na cadeia de titularidade — feita em nome do *intermediário financeiro de primeiro nível* (*first-tier intermediary*) — que releva para a constituição dos valores mobiliários¹⁶⁵¹, para aferir a legitimidade ativa¹⁶⁵² e passiva¹⁶⁵³ para o exercício dos direitos e sujeição aos deveres que lhes são inerentes¹⁶⁵⁴, bem como para a sua transmissão¹⁶⁵⁵ e oneração¹⁶⁵⁶ e bloqueio¹⁶⁵⁷. As

¹⁶⁴⁹ É evidente que o fenómeno da titularidade indireta é independente da forma de representação dos valores mobiliários, como é da sua eventual integração em sistema centralizado. É porém também inequívoco que estas situações de titularidade indireta envolvem tipicamente valores mobiliários admitidos à negociação em mercado organizado e, em consequência, integrados em sistema centralizado (seguindo, independentemente da sua forma de representação original, o regime dos valores mobiliários escriturais). Por outro lado, e mesmo que apenas *eventual*, o recurso a contas *omnibus* é também um dado incontornável e absolutamente transversal nas situações atrás descritas. Assim sendo, a análise que se segue toma como objeto paradigmático os casos de titularidade indireta de valores integrados em sistema centralizado, para além de assumir que na base da cadeia está uma conta *omnibus*, integrando valores mobiliários detidos por conta de uma multiplicidade de clientes do intermediário financeiro. Ainda assim, a generalidade das conclusões a formular será, com as devidas adaptações, extensível a situações de *custódia* em base individual de valores mobiliários escriturais (ou titulados equiparados) não integrados em sistema centralizado ou, mais genericamente, a hipóteses de titularidade indireta envolvendo outros modos de representação e circulação acolhidos e regulados na lei portuguesa.

¹⁶⁵⁰ Não há por isso fundamento para conceber o intermediário financeiro como um *representante comum* para efeitos do art. 57.º (cf. CONCEIÇÃO NUNES, “Contas colectivas de valores mobiliários”, pp. 279 ss.).

¹⁶⁵¹ Cf. art. 73.º CdVM. Significa isto, por exemplo no quadro de uma oferta pública de subscrição em que haja lugar a constituição de uma cadeia de titularidade indireta, que os valores mobiliários emitidos se constituem no momento da inscrição na conta (*omnibus*) de titularidade aberta em nome do intermediário financeiro colocado no primeiro patamar, e não no momento da inscrição das posições de cada investidor nos registos internos daquele mesmo intermediário financeiro.

¹⁶⁵² Cf. art. 55.º/1 CdVM.

¹⁶⁵³ Cf. art. 56.º CdVM.

¹⁶⁵⁴ Pensando no caso paradigmático das ações, é o intermediário financeiro que assume a posição de acionista e que deve, por isso, exercer o direito de voto (cf. arts. 78.º, 83.º e 104.º CdVM). Este é justamente um dos campos em que a natureza indireta da titularidade de valores mobiliários suscita maiores dificuldades, relacionadas com postulados fundamentais do direito societário (princípio da unidade de voto, envolvimento do acionista nas deliberações sociais, conflito de interesses). Ademais, recentes alterações legislativas em transposição de instrumentos de direito europeu introduziram no nosso ordenamento regras que, mesmo especificamente destinadas a sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, lidam justamente com o exercício de direito de voto por intermediário financeiro por conta de clientes a título de um serviço profissional (cf. art. 23.º-C/6 CdVM). Pela sua relevância, este tema será tratado em maior detalhe um pouco mais adiante (cf. §13.º).

contas de titularidade *omnibus* não são no nosso direito objeto de um regime diferenciado referente à imputação da titularidade dos valores mobiliários¹⁶⁵⁸, nem mesmo naquelas disposições que, de forma parcelar, as vieram entretanto regular¹⁶⁵⁹.

Disto que se acaba de dizer, e invertendo o prisma, decorre uma outra conclusão: a de que são irrelevantes para este efeito de atribuição da titularidade dos valores mobiliários — que não para outros efeitos, porém — as sucessivas *contas* e *subcontas* em que são desdobradas as posições derivadas dos investidores. Estas constituem registos internos dos intermediários participantes na cadeia, seguramente constitutivas de direitos e relevantes na determinação da posição jurídica (e patrimonial) de cada investidor perante o intermediário financeiro, mas que a lei não equipara — para nenhum dos efeitos atrás indicados — a verdadeiras *contas de titularidade*¹⁶⁶⁰. Se se pretendesse atribuir relevância, para reconhecimento da titularidade dos valores mobiliários, não à conta de registo integrada no sistema centralizado, mas às contas internas abertas na contabilidade do intermediário financeiro para o desdobramento das posições individuais de cada investidor, resultaria desvirtuado o modelo de registo único e mononível previsto na lei, em que contas

¹⁶⁵⁵ Cf. art. 80.º CdVM; razão porque, como procuro demonstrar adiante, as *compras e vendas* entre clientes de um mesmo intermediário, que não envolvam modificações ao nível da conta de registo, mas apenas das subcontas recíprocas, não constituem verdadeiras *transmissões* dos valores mobiliários.

¹⁶⁵⁶ Cf. art. 81.º/1 CdVM. Confirmação adicional de que a oneração dos valores mobiliários, nestas situações de titularidade indireta, se faz ao nível da conta de registo aberta em nome do intermediário financeiro, não bastando em caso algum — para a constituição válida de uma garantia — a inscrição na subconta interna de que o cliente é titular, resulta do disposto no art. 91.º/7 CdVM, que determina a constituição de subcontas (temporárias) para a inscrição das quantidades de valores mobiliários que, nos termos do art. 81.º, hajam sido empenhados. A respeito da oneração de valores mobiliários, merece referência ainda a possibilidade de constituir penhor financeiro sobre *direitos relativos a instrumentos financeiros*, expressamente consagrada no art. 5.º/2 do DL 105/2004, elemento normativo também evidenciador de uma distinção — que se impõe nas cadeias de titularidade indireta — entre a constituição de garantias *ou* sobre valores mobiliários, *ou* sobre outros direitos que sobre eles se projetem.

¹⁶⁵⁷ Cf. art. 72.º CdVM.

¹⁶⁵⁸ Expressamente nesse sentido, *Legal Certainty Group Comparative Survey*, pp. 125-126.

¹⁶⁵⁹ Inadmissível é, por seu turno, e não apenas por falta de fundamento legal expreso, conceber a posição jurídica do intermediário financeiro como de um mero *possuidor* dos valores mobiliários, atuando por conta dos seus (supostos) titulares, os investidores. De um lado, a lei é clara na qualificação jurídica atribuída à posição em que se encontra investido o titular da conta de registo de valores mobiliários escriturais (e equiparados), dessa forma tornando mais fácil a prova da titularidade do direito que a da eventual posse e não deixando margem para configurar o sujeito que figura como titular daquela conta como um mero possuidor. De outro, releva aqui uma objeção conceptual mais ampla relacionada com esta hipótese de posse sobre valores mobiliários escriturais; a questão é suscitada entre nós por PINTO DUARTE, *Curso de Direitos*, pp. 297 ss. (pp. 302 ss.), acompanhando-se aqui a conclusão segundo a qual, não sendo de rejeitar liminarmente a possibilidade de posse de situações jurídicas cujo objeto é intangível, a impossibilidade de se verificar a publicidade típica desta situação jurídica torna difícil de conceber a categoria da posse sobre valores mobiliários escriturais. Sobre a discussão, no direito alemão, cf. §8.1.

¹⁶⁶⁰ Cf. *Legal Certainty Group Comparative Survey*, designadamente, pp. 125-126.

de titularidade e contas de controlo se encontram umbilicalmente interligadas e em que é normativamente privilegiada a segurança jurídica sobre a flexibilidade operacional. Admitir que a titularidade dos valores mobiliários não resulta afinal da conta de registo integrada no sistema equivaleria, na realidade, a abrir uma brecha intolerável no edifício em que assenta a circulação de valores mobiliários escriturais (e equiparados).

Esta conclusão sai reforçada quando, por outro lado, se recupera uma coordenada que ficou já demonstrada, segundo a qual a natureza constitutiva do registo em conta de valores mobiliários escriturais — e a ligação indissociável que ela impõe entre titularidade do documento e titularidade da posição jurídica causal¹⁶⁶¹ — impede a *dissociação* entre a titularidade dos valores mobiliários e a legitimidade para o exercício dos direitos que lhes são inerentes. Assim sendo, aquela inscrição dos valores mobiliários na conta (*omnibus*) de registo individualizado em nome do intermediário financeiro não tem como efeito a mera transmissão para este da *legitimidade* (cartular) para o exercício dos direitos patrimoniais e sociais que integram o conteúdo dos valores mobiliários; ela implica, necessariamente, a transmissão da titularidade plena e exclusiva dos valores mobiliários e, com ela, também a transmissão da posição substantiva causal — no paradigmático caso das ações, a posição de socialidade. De outro modo dito, a situação jurídica em que se encontra investido o intermediário financeiro titular da conta de registo individualizado corresponde à de pleno e exclusivo titular em nome próprio, ainda que por conta de outrem, não à de mero *autorizado* ou *legitimado* a exercer os direitos inerentes aos valores mobiliários em questão¹⁶⁶². Razão porque, independentemente da natureza jurídica da posição dos investidores, não está sequer em causa, nestes casos de titularidade indireta, a possibilidade de elisão da presunção de titularidade prevista no art. 74.º/3 CdVM¹⁶⁶³.

¹⁶⁶¹ Cf. §9.1.

¹⁶⁶² É de rejeitar, em consequência do que se diz no texto, a configuração do intermediário financeiro como um fiduciário de acordo com a estrutura da fidúcia germanística (cf. §1.2).

¹⁶⁶³ Pela sua relevância, este tema será retomado adiante. Refira-se, de qualquer modo, que a rejeição desta possibilidade de elisão da presunção de titularidade nas situações de titularidade fiduciária seria mantida mesmo a admitir-se uma eficácia meramente declarativa do registo de valores mobiliários. Mesmo aí, admitindo-se por hipótese que “da realidade registral não resulta afinal, de per se, a qualidade de accionista”, que depende, antes, da “efectiva detenção da participação social” (P. COSTA E SILVA, “O Conceito de accionista”, p. 451), aquela elisão da presunção apenas poderia operar se da realidade representada resultasse a imputação da titularidade dos valores mobiliários a um outro sujeito que não o titular registado, o que numa relação contratual assente no modelo do mandato sem representação (propositadamente) não sucede.

II. Imputada nestes termos a titularidade dos valores mobiliários ao intermediário financeiro titular da conta (*omnibus*) de registo individualizado, como caracterizar a posição jurídica dos investidores? Do que ficou dito decorre com clareza que estes não são titulares ou, sequer, contitulares daqueles valores mobiliários. Nem as contas e subcontas internas do intermediário financeiro em que são refletidas as suas posições são equiparadas por lei às contas de registo individualizado, nem, por outro lado, aquela conta que constitui a base da cadeia é uma conta coletiva, da qual os investidores seriam contitulares juntamente com o intermediário financeiro. Acresce, numa outra perspetiva, inexistirem por completo fundamentos normativos para, nestas hipóteses de detenção indireta, autonomizar na esfera jurídica dos investidores uma qualquer *titularidade substantiva*, que encontraria o seu fundamento na materialidade subjacente ao vínculo contratual que une intermediário financeiro e investidor, gerador de uma *pertença económica* dos valores mobiliários a este último. Não se nega a relevância jurídica da realidade causal¹⁶⁶⁴; dela não pode, porém, resultar a autonomização, ao lado da posição conferida pelo registo, de uma posição jurídica plena e exclusiva, oponível não apenas ao intermediário financeiro, mas também a terceiros, particularmente ao emitente. Só mesmo um excessivo apego à doutrina dos títulos de crédito poderia dar azo a uma tal construção, que todavia não encontra na lei qualquer acolhimento: ela seria sempre incompatível com a natureza constitutiva do registo de valores mobiliários, para além de, num prisma mais amplo, colidir com o princípio da tipicidade das situações com vocação de oponibilidade a terceiros¹⁶⁶⁵.

Reconhecida a impossibilidade de enquadrar a posição do investidor numa categoria *jusreal*, ou sequer de estabelecer nestas hipóteses uma relação jurídica direta entre ele e o emitente, resta reconhecer-lhe um direito de crédito oponível ao intermediário financeiro, de conteúdo complexo (e variável), mas que, na sua essência, assegura a integral repercussão na sua esfera do conteúdo económico dos valores mobiliários, o direito a determinar o exercício de direitos de natureza patrimonial e não patrimonial e que integra, tipicamente, um direito à (re)transmissão destes valores mobiliários. A posição jurídica do investidor, nestas situações de titularidade indireta, não lhe confere por isso um direito *diretamente* incidente sobre os valores mobiliários inscritos na conta (*omnibus*) de titularidade aberta em nome do intermediário financeiro — nem, em consequência, um

¹⁶⁶⁴ Que se repercute no registo, atualizando-o ou mesmo invalidando — em maior detalhe, cf. §9.1.

¹⁶⁶⁵ Concluindo que apenas a conta de registo confere direitos *in rem*, e não as subcontas abertas internamente nos intermediários financeiros, *Legal Certainty Group Comparative Survey*, pp. 125-126.

direito oponível ao respetivo emitente —, mas antes o direito a uma prestação *de dare*, a que se encontra adstrito aquele intermediário financeiro e de que os valores mobiliários (bem como pelos direitos a eles inerentes) constituem o objeto¹⁶⁶⁶.

Isto que se afirma não é alterado na situação paradigmática em que na base da cadeia de intermediação de valores está uma conta *omnibus*, não sendo designadamente possível transpor para o direito português a ideia — dominante na literatura inglesa¹⁶⁶⁷ — segundo a qual os investidores, num cenário de *pooling*, seriam titulares dos valores inscritos na conta. O que ao invés sucede é que a cada investidor é reconhecido um direito de crédito autónomo e perfeitamente individualizado, cujo objeto e conteúdo são obtidos por referência a valores mobiliários inscritos na conta *omnibus*, correspondendo a uma fração destes. Por outras palavras, o direito de cada um dos investidores é um direito a uma prestação da parte do intermediário — delimitado por referência a uma parcela dos valores mobiliários (e direitos inerentes) inscritos na conta — e não uma posição de titularidade diretamente incidente sobre uma quota daqueles valores mobiliários. É este o alcance da ideia segundo a qual a posição jurídica do investidor *deriva* da posição em que vem investido o intermediário financeiro — e decorrente da titularidade da conta de registo —, sendo, nessa medida, apenas oponível a este e já não ao emitente ou a terceiros.

Nestes termos, a relação contratual estabelecida entre o intermediário financeiro e o investidor tem na sua base um negócio fiduciário gestório, apresentando elementos típicos do contrato de depósito (irregular) — e, neste âmbito, potencialmente ao contrato de conta-corrente — associados, decisivamente, à estrutura jurídica do mandato sem representação¹⁶⁶⁸. Emerge uma situação de interposição gestória, em que o intermediário

¹⁶⁶⁶ Interessa desde já deixar claro que esta qualificação da posição do investidor não implica uma irremediável fragilidade, designadamente no confronto com terceiros (emitente ou mesmo outros credores do intermediário financeiro). Nesta fase da dissertação, está já demonstrado que o direito positivo permite o reconhecimento de algumas externalidades a certas categorias de direitos de crédito, análogos aos aqui reconhecidos ao investidor na sua relação com o intermediário financeiro. Acresce, como as páginas seguintes irão demonstrar, que essa tutela é potenciada no quadro da lei mobiliária, em particular na disciplina da intermediação financeira (cf. §§11.º e 12.º). Mesmo não sendo ainda tempo de o demonstrar, é por isso seguro afirmar que esta construção não conduz inevitavelmente a resultados intoleráveis, incompatíveis com a tutela do investidor.

¹⁶⁶⁷ Cf. §8.1.

¹⁶⁶⁸ Escrevendo a respeito do exercício de direitos de voto nas *sociedades cotadas* em situações de titularidade de ações por intermediários financeiros em nome próprio mas por conta de clientes, nota MENEZES CORDEIRO, “Novas Regras sobre Assembleias Gerais”, p. 33, que “*classicamente isso implica um mandato sem representação*”. Nestes casos, o exercício da autonomia privada é por isso enquadrado não apenas pelas regras que especificamente regulam a atividade dos intermediários financeiros e as suas relações contratuais com clientes (em especial, arts. 304.º ss. CdVM), mas também pelas normas imperativas do regime do mandato sem representação.

financeiro atua, enquanto fiduciário, em nome próprio, *adquirindo os direitos e assumindo as obrigações decorrentes dos actos que celebra* (cf. art. 1180.º/1), na prossecução porém do interesse do seu cliente — e fiduciante —, para quem se encontra vinculado a *transmitir os direitos adquiridos em execução do mandato* (cf. art. 1181.º/1)¹⁶⁶⁹. Em suma, concretiza-se aquela dissociação entre titularidade e interesse que constitui o traço verdadeiramente distintivo do negócio fiduciário de gestão¹⁶⁷⁰ e que, de um prisma estrutural, assenta na combinação de um *efeito real* — a atribuição da titularidade dos valores mobiliários ao intermediário financeiro, de que resulta um conjunto significativo de deveres decorrentes da lei mobiliária¹⁶⁷¹ — e de um *efeito obrigacional* — materializado no vínculo contratual que une intermediário financeiro e investidor, assegurando a repercussão na esfera deste do conteúdo económico daquele acervo patrimonial¹⁶⁷². Por seu turno, o direito de crédito que cabe ao investidor, podendo o respetivo conteúdo variar consoante o conteúdo da relação contratual em concreto estabelecida, integra um direito a receber os rendimentos pagos pelo emitente dos valores mobiliários (juros, dividendos, etc.)¹⁶⁷³ e o direito de emitir instruções quanto ao exercício de direitos inerentes, como direitos de subscrição ou direitos de voto. Mesmo quando tal não surja expressamente reconhecido no programa contratual, o

¹⁶⁶⁹ A doutrina alemã reconduz igualmente à figura do mandato sem poderes de representação a relação contratual estabelecida entre os intermediários financeiros e os seus clientes nos casos referidos na nota anterior — por todos, COING, “Die ‘Aufbewahrung’ von Wertpapieren im Ausland als Treuhandgeschäft”, p. 468. (cf. §8.1), este esquema fiduciário é naquele ordenamento reconduzido a um dos desvios aceites pela jurisprudência ao princípio da imediação, permitindo a tutela do investidor em caso de insolvência do intermediário financeiro. Para além da doutrina citada atrás (cf. §8.1), veja-se também a descrição do fenómeno oferecida por R. EGE, *Das Kollisionsrecht der indirekt gehaltenen Wertpapiere*, p. 24.

¹⁶⁷⁰ *I.e.*, a relação de aptidão de um bem – *in casu*, os valores mobiliários – para a satisfação das necessidades de um sujeito estabelece-se não com o titular daqueles bens, mas com um terceiro por conta de quem aquele titular atua. Prescindo de repetir aqui a descrição do negócio fiduciário gestório apresentada no §2.º, e que constitui a base da conclusão formulada no texto segundo a qual estes casos de titularidade indireta de valores mobiliários são reconduzíveis àquela categoria dogmática.

¹⁶⁷¹ Estão em causa, designadamente, deveres de segregação patrimonial — cf. art. 306.º ss. — que incluem, quando a conta de valores tenha sido aberta não junto do próprio intermediário, mas junto de um terceiro, o dever de diligência e cuidado na seleção do depositário — cf. art. 306.º-A/1-a CdVM.

¹⁶⁷² Daí que, como ficou demonstrado ser característica irrenunciável da titularidade fiduciária (cf. §2.º), a situação jurídica em que se encontra investido o intermediário financeiro e fiduciário é para si neutra de um prisma puramente económico, uma vez que aqueles vínculos obrigacionais que sobre ela se projetam têm como efeito a anulação de qualquer acréscimo patrimonial decorrente da titularidade dos valores mobiliários, mas também o isolamento de eventuais perdas — é na esfera do investidor, e não do intermediário financeiro, que se repercutem as consequências económicas de uma desvalorização dos valores mobiliários ou, no limite, de uma insolvência da sociedade emitente.

¹⁶⁷³ Cf. art. 1161.º-e), que encontra no art. 306.º-D CdVM uma importante concretização.

cliente terá sempre o direito de exigir a transmissão dos valores mobiliários para conta aberta em seu nome (ou no de outro mandatário por si designado)¹⁶⁷⁴.

III. Alterações legislativas recentes, previstas no quadro da regulação das assembleias-gerais de sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, confirmam esta configuração jurídica do fenómeno da titularidade indireta de ações que se vem defendendo. Em causa está a transposição para o ordenamento interno da Diretiva dos Direitos dos Acionistas e, em particular, o disposto no art. 23.º-C CdVM, que veio regular a participação e votação em assembleia geral. Nos termos do n.º 6 deste preceito, lê-se que *os accionistas de sociedade emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado que, a título profissional, detenham as ações em nome próprio mas por conta de clientes, podem votar em sentido diverso com as suas ações, desde que (...) apresentem (...) meios de prova suficientes e proporcionais*. Num expresse reconhecimento normativo da relevância social destes mecanismos de detenção indireta, este regime vem tratar o exercício dos direitos de voto inerentes a ações que integram cadeias de intermediação e que são, portanto, detidas em nome próprio por intermediários financeiros mas por conta de investidores finais. E o que fica claro é que, nessas situações, é ao *acionista profissional* que, de acordo com os procedimentos especiais previstos naquele preceito, cabe o exercício do direito de voto.

De um prisma jurídico, o alcance desta disposição não é apenas o de consagrar, ainda que (pelo menos expressamente) apenas para as sociedades emittentes de ações admitidas em mercado, uma relevante exceção ao princípio da unidade de voto (cf. art. 385.º/1 CSC), permitindo o fracionamento em sentidos diversos dos votos inerentes a ações detidas pelo acionista. Para além disso, e com interesse para a indagação em curso, este regime demonstra que, confrontada com o fenómeno da detenção indireta de ações¹⁶⁷⁵, a lei é clara

¹⁶⁷⁴ Esta pretensão à entrega dos valores mobiliários integra, simultaneamente, elementos da *obrigação de restituição* do mandatário/fiduciário (art. 1181.º/1) e da do depositário no quadro do depósito irregular (cf. art. 1142.º *ex vi* art. 1206.º). Esta equiparação é assinalada na literatura alemã (por todos, KÜMPEL, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, p. 1673), que a descreve-a como uma *abstrakte Lieferungsanspruch* (cf. BRINK, *Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung*, p. 129). Dada a natureza meramente categorial dos valores mobiliários escriturais (e equiparados), uma vez que, integrados numa determinada categoria ou classe, não são individualizáveis, correspondendo, por isso, a “meras unidades ideais de uma classe” (M. GALVÃO TELLES, “Fungibilidade de Valores Mobiliários”, p. 184), esta obrigação do intermediário financeiro constitui uma obrigação genérica (cf. art. 539.º).

¹⁶⁷⁵ Cujo substrato jurídico radica no modelo do mandato sem representação (cf. MENEZES CORDEIRO, “Novas Regras sobre Assembleias Gerais”, p. 33).

no reconhecimento ao intermediário financeiro da titularidade daquelas ações e, portanto, no reconhecimento da sua posição de acionista, plenamente legitimado a exercer o direito de voto. O que demonstra bem como é a inscrição na conta de registo individualizado que constitui o fato jurídico atributivo da titularidade dos valores mobiliários, que não é afetada pela relação (contratual) subjacente que une aquele acionista a título profissional e os *ultimate investors*. Implícito a este novo regime legal está, em suma, o reconhecimento de uma situação de natureza fiduciária, na qual cabe ao intermediário financeiro um direito pleno e exclusivo sobre os valores mobiliários e em que a posição do investidor *deriva* daquela posição de titular nos termos da relação em concreto estabelecida¹⁶⁷⁶.

IV. De tudo o que foi dito resulta a inadmissibilidade de, nestas cadeias de detenção indireta de valores mobiliários, simplesmente procurar elidir a presunção de titularidade prevista no art. 74.º/1 CdVM, ao abrigo do expediente previsto no n.º 3 do mesmo preceito¹⁶⁷⁷. Certo que a adesão à *tese constitutiva* do registo, entendida como reconhecendo a inscrição em conta de valores mobiliários como condição da *oponibilidade absoluta* da respetiva titularidade, não impede — pelo contrário — o reconhecimento de que de um título causal resultem direitos de crédito merecedores de tutela, *maxime*, o direito a exigir o registo¹⁶⁷⁸. Nem se ignora, também, que esta relevância da realidade jurídica que subjaz ao registo de valores mobiliários se manifesta, decisivamente, na aludida possibilidade de elisão da presunção de titularidade prevista no n.º 3 do art. 74.º CdVM. É todavia evidente que esta presunção, e por isso também a sua elisão, atuam exclusivamente ao nível da prova e não da eficácia constitutiva de direitos; a possibilidade de elisão da presunção funciona a benefício (ou prejuízo) de um sujeito que, ao abrigo de um título causal, pode (ou deve) requerer o registo. Daí que, com segurança, seja de rejeitar a sugestão de que estas hipóteses de titularidade indireta de valores mobiliários permitem, como regra, a elisão da presunção de titularidade, ou de que os casos de titularidade fiduciária representam a categoria de situações a que o art. 74.º/3 CdVM se pretende aplicar¹⁶⁷⁹ — isto sem colocar

¹⁶⁷⁶ Mais detalhadamente sobre este regime, cf. §13.º.

¹⁶⁷⁷ O simples facto de a questão se colocar é por si só reveladora das confusões que a previsão de uma norma com o teor da vertida no art. 74.º é passível de gerar num quadro normativo que reconhece eficácia constitutiva ao registo de valores mobiliários (cf., sobre esta crítica à solução normativa, nota 1541).

¹⁶⁷⁸ Assim, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 103, e “Desmaterialização”, p. 43.

¹⁶⁷⁹ Uma tal possibilidade parece ser sustentada, ainda que sem fundamentação detalhada, por FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, p. 104, quando afirma que a “justificação do artigo 74.º do

em crise as necessidades de transparência, que são prosseguidas por outras vias juridicamente coerentes e igualmente eficazes.

Está hoje assente na ciência jurídica que a titularidade fiduciária de direitos patrimoniais — e, portanto, também a titularidade fiduciária de valores mobiliários —, não constitui uma qualquer ficção jurídica, destinada exclusivamente a esconder a real conformação de interesses das partes; estão também ultrapassadas as conceções que associavam a titularidade fiduciária ao instituto da simulação e a fenómenos de titularidade fictícia de direitos. Dentro dos limites da lei, são admissíveis — e, de resto, objeto de reconhecimento da lei — modelos de atuação em nome próprio mas na prossecução de um interesse alheio, que nos sistemas de *civil law* encontram o seu ponto cardinal no quadro normativo aplicável ao mandato sem representação. No domínio do investimento em valores mobiliários, os modelos fiduciários, mesmo quando não normativamente institucionalizados — como é o caso destas situações de titularidade indireta — são amplamente utilizados no tráfego, como via adequada para obter vantagens legítimas e evitar obstáculos que poderiam afetar a liquidez dos mercados, constituindo verdadeiros usos do mercado mobiliário. Faz pouco sentido ter como ponto de partida o preconceito de que toda e qualquer situação de interposição de pessoa — assente na dissociação entre a titularidade de um direito e a alocação do conteúdo económico que lhe é inerente — impõe fatalmente a *desconsideração* da estrutura jurídica escolhida e implementada pelas partes.

Ora, nas situações descritas de titularidade indireta de valores mobiliários, reconduzidas já à categoria da titularidade fiduciária, o intermediário financeiro assume a titularidade dos valores mobiliários. Isso mesmo corresponde ao programa contratual acordado com o investidor, está em linha com os usos do tráfego e é projetado nas relações com terceiros, incluindo com o emitente. É portanto na esfera jurídica do intermediário financeiro que se radica o conteúdo formal do direito pleno e exclusivo sobre os valores mobiliários, sem prejuízo da projeção de um vínculo contratual que repercute o respetivo resultado económico na esfera patrimonial do investidor. Acresce que esta titularidade do

Código dos Valores Mobiliários reside precisamente na admissibilidade de prova contra o registo, quando ele reflecta uma titularidade formal sob a qual subjazem relações fiduciárias”. De forma mais detalhada, O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, pp. 162 ss., sustenta esta possibilidade de elisão para o caso do registo de valores mobiliários inscritos em conta aberta em nome de sociedade gestora de patrimónios ao abrigo do art. 5.º do DL 163/94.

intermediário financeiro não reveste sequer uma natureza temporária ou provisória¹⁶⁸⁰. Não configura seguramente uma titularidade perpétua — realidade incomum no mundo volátil do investimento em valores mobiliários, em particular quando a titularidade indireta surge no quadro da gestão dinâmica de patrimónios —, mas a verdade é que aquele programa contratual padronizado não prevê tipicamente como um evento certo, a prazo, a transmissão da titularidade dos valores mobiliários do intermediário financeiro para o seu cliente. Pelo contrário, o pressuposto em que assenta a relação contratual é o inverso: sem prejuízo dos direitos contratuais que caibam ao cliente — no limite, o direito de fazer cessar a relação contratual¹⁶⁸¹ e, nesse âmbito, de exigir a entrega dos valores mobiliários, diretamente para uma conta aberta em seu nome ou alternativamente para a de outro intermediário financeiro —, aquela é uma situação *estável*, correspondendo ao modelo jurídico pretendido pelas partes intervenientes para a custódia do investimento em valores mobiliários. Em poucas palavras, enquanto o investimento for para manter, ele permanecerá na esfera jurídica do intermediário. Tudo isto resulta, expressa ou implicitamente, do programa contratual estipulado entre intermediário financeiro e o seu cliente, que acolhe um modelo de atuação fiduciária — em detrimento, por exemplo, do recurso à atribuição de poderes de representação —, visando obter as vantagens que a ele são inerentes¹⁶⁸².

Ora, o levantamento da presunção de titularidade não pode prescindir de um qualquer título causal que a legitime — *i.e.*, do qual resulte a imputação da titularidade a sujeito distinto daquele que consta da conta de registo individualizado, dele decorrendo o direito a efetivamente requerer o registo. Só aí se admitirá a produção de prova contra o registo e, em consequência, se poderá reconhecer relevância normativa à *realidade jurídica*

¹⁶⁸⁰ Cf. AMADEU FERREIRA, Valores Mobiliários Escriturais, pp. 313-314, sugere que nos casos de multi-intermediação, em que “são várias as pessoas, em particular intermediários financeiros, que se interpõem entre o registador e o titular dos valores mobiliários”, e em que os intermediários financeiros “actuam como mandatários e, portanto, contratam em nome próprio (...)”, se poderiam conceber as contas abertas em nome do intermediário financeiro como transitórias, devendo “passado um curto período de tempo essa situação (...) ser regularizada”. O problema fundamental desta abordagem é a circunstância de ela não respeitar a vontade das partes envolvidas na constituição daquela relação fiduciária e, nessa medida, contrariar o próprio programa contratual estipulado. Como se diz em texto, a relação contratual entre intermediário financeiro assenta precisamente no pressuposto inverso, segundo o qual e por razões de diversa ordem — comerciais, operacionais, etc. — o investidor final não será investido na titularidade dos valores mobiliários, permanecendo estes na esfera jurídica do intermediário financeiro no quadro da relação fiduciária entre eles constituída; não há por isso *situação transitória* alguma que se deva regularizar.

¹⁶⁸¹ Detalhadamente sobre os efeitos da cessação de uma relação fiduciária com este conteúdo, GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, p. 1986

¹⁶⁸² Como nota alguma doutrina, a ausência destas cadeias de interposição de intermediários financeiros, impondo que o registo fosse feito em nome do titular, poderia mesmo “impedir a negociação de valores mobiliários a nível internacional” — AMADEU FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais*, p. 314.

substantiva que subjaz à *realidade registral*. Já assim não será se, como sucede nas situações de titularidade indireta, o investidor é, nos termos do modelo contratual estipulado, apenas titular de um direito de crédito, mesmo um direito que, oponível ao titular registado, repercute na sua esfera a integralidade do resultado económico dos valores mobiliários; ou que, como também sucede, lhe confere uma prerrogativa de aquisição daqueles valores mobiliário¹⁶⁸³. Assim sendo, seguramente não pode constituir fundamento para a elisão da presunção uma relação contratual — como a estabelecida entre intermediário financeiro e investidor nas situações de titularidade indireta — assente numa estrutura mista de contrato de depósito irregular e mandato sem representação, porque dela não resulta para o investidor, direta e imediatamente, um direito a requerer o registo¹⁶⁸⁴.

Da mesma forma, não constituem fundamento para a elisão da titularidade as *subcontas* e os registos internos que servem para o intermediário financeiro desdobrar as posições individuais de cada investidor espelhadas na conta (*omnibus*) de titularidade¹⁶⁸⁵. Não rejeito — em termos que aliás ficarão mais explícitos — a relevância jurídica não apenas da menção no boletim da conta de que os valores nela inscritos o são por conta de clientes, mas também daqueles registos internos do intermediário financeiro. Deles resulta a *imputação económica* dos valores mobiliários aos investidores, nas quantidades e segundo

¹⁶⁸³ Se assim fosse, ter-se-ia no limite que admitir a elisão da presunção de titularidade a favor do promitente-comprador, resultado intolerável.

¹⁶⁸⁴ Merece a pena voltar a referir as alterações ao Código dos Valores Mobiliários respeitantes ao exercício de direito de voto inerentes a ações detidas por intermediário financeiro fiduciariamente por conta de clientes (cf. art. 23.º-C/6 CdVM), que confirmam a conclusão retirada no texto. Ficou aí claro que o exercício daquele direito cabe efetivamente ao seu titular registado dos valores mobiliários, não se permitindo que os investidores *elidam* a presunção para participar eles próprios na assembleia geral. Para além de confirmar o intermediário financeiro como efetivo titular das ações, legitimado a exercer os direitos de voto inerentes, esta disciplina, ao permitir o fracionamento do voto, veio igualmente dispensar o recurso à elisão de da presunção de titularidade para assegurar o exercício do direito de voto nestas situações de titularidade indireta.

¹⁶⁸⁵ Na verdade, alguns autores aventam esta hipótese em que a elisão da presunção de titularidade decorrente do registo se poderia fundar não apenas na referência constante do boletim de abertura da conta, mas também, e por essa via, na contabilidade interna dos intermediários financeiros, designadamente nas contas internas utilizadas para proceder ao desdobramento das posições recíprocas de cada cliente. Esta hipótese é sugerida por AMADEU FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais*, p. 314, escrevendo ainda na vigência do CdMVM; de acordo com o autor, o registo dos valores mobiliários em nome do intermediário financeiro poderia ser concebido como “remissão para o contrato de mandato e, consequentemente, para a contabilidade financeira do intermediário financeiro”. Apesar de serem reconhecidas as dificuldades suscitadas por esta *remissão para a contabilidade interna* do intermediário financeiro enquanto meio de elisão da presunção de titularidade, o tema não é porém, deliberadamente, objeto de aprofundamento pelo autor (*id.*, p. 314). Também O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, pp. 162 ss., sufraga esta construção, assentando a possibilidade de elisão, por sociedade gestora de patrimónios, da presunção de titularidade decorrente do registo de valores mobiliários *pertencentes* a clientes em conta aberta em seu nome “na contabilidade interna da sociedade gestora e [n]a referência no boletim de abertura de conta de que a conta é aberta por conta dos clientes” (*id.*, p. 166).

as condições identificadas naqueles suportes documentais¹⁶⁸⁶. Uma vez mais, porém, não pode ser simplesmente ignorado que essa contabilidade interna vem titular a execução de uma relação contratual assente num modelo fiduciário, materializando por isso os direitos de crédito de que o investidor é titular perante o intermediário financeiro. A *contabilidade interna* do intermediário financeiro não pode assim constituir o fundamento para, desconsiderando frontalmente a estrutura da relação jurídica constituída entre as partes, operar uma efetiva *transmissão* dos valores mobiliários da esfera do intermediário financeiro para a dos investidores. Isso equivaleria a equiparar estas contas e registos internos dos intermediários financeiros às contas de titularidade que integram o sistema (centralizado) de registo de valores mobiliários desenhado, de forma metódica, no Código dos Valores Mobiliários, desvirtuando por completo a sua lógica e unidade interna¹⁶⁸⁷.

Importa retirar a seguinte conclusão: a possibilidade de elisão da presunção de titularidade decorrente do registo, resultante da articulação dos n.º 1 e n.º 3 do art. 74.º CdVM, não permite, como regra geral, a *reconfiguração* destas situações de titularidade indireta de valores mobiliários, transformando a posição creditícia dos investidores/fiduciantes numa posição de efetiva titularidade. Isso implicaria um completo desvirtuamento do sistema de registo, equiparando meros registos internos de intermediários financeiros às contas de titularidade reconhecidas na lei e integradas no sistema de controlo dos valores escriturais, ao mesmo tempo que seria incompatível com a natureza constitutiva do registo em conta¹⁶⁸⁸. Além disso, implicaria uma desconsideração do próprio modelo contratual usado pelas partes. Para fazer sentido, o campo de aplicação natural daquela norma que vem permitir a produção de prova contra o registo será

¹⁶⁸⁶ Como se verá, as contas internas do intermediário financeiro relevam decisivamente para efeitos de imputação de direitos de voto (§13.º) ou, noutra sede, num cenário de insolvência do intermediário financeiro (§11.º). É por isso apressada a conclusão, sugerida por exemplo por O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, p. 164, segundo a qual a elisão da presunção constitui um passo necessário para impedir que o investidor sofra *consequências manifestamente indesejáveis*, como a insolvência do intermediário financeiro.

¹⁶⁸⁷ Creio que esta consequência não é devidamente ponderada por aqueles autores que sugerem a elisão da presunção de titularidade nas situações de detenção indireta de valores mobiliários. Com efeito, a admitir-se uma tal elisão com fundamento na *pertença económica* e na *realidade substantiva*, não se estaria apenas a desconsiderar o modelo contratual empregue pelas partes, mas também a eliminar por completo a segurança jurídica na determinação dos direitos incidentes sobre valores mobiliários escriturais (e equiparados). Seguramente que o quadro normativo vigente, que tão detalhadamente traçou um sistema de contas de titularidade e controlo em que assenta a circulação de valores mobiliários, não poderia conviver com uma situação em que a atribuição da titularidade de valores mobiliários dependeria afinal da contabilidade interna dos intermediários financeiros, sem que para o efeito vigorem quaisquer regras ou padrões, nem tão pouco mecanismos de controlo. Abrir-se-ia uma *caixa de pandora*, geradora de incerteza incompatível como regular funcionamento do mercado.

¹⁶⁸⁸ Cf. §9.1.

exclusivamente constituído por aquelas situações em que um qualquer negócio causal habilita diretamente a inscrição em nome de um outro sujeito. Impõe-se, em suma, uma clara distinção entre aquelas hipóteses em que um sujeito tem o direito a requerer o registo — caso em que a elisão da presunção será admissível —, e aquelas outras em que o sujeito tem apenas o direito a exigir do titular dos valores mobiliários a respetiva transmissão — situação em que, compreensivelmente, não haverá lugar a qualquer elisão da titularidade¹⁶⁸⁹.

V. Isto que se acaba de dizer conduz a um outro dado normativo que merece referência. É que para as situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários se parece justificar uma redução teleológica do art. 74.º/3, a fim de ler naquele preceito não uma pura e simples elisão da presunção de titularidade — e consequente produção *ope legis* de um efeito que as partes não desejaram: a atribuição de titularidade dos valores mobiliários ao investidor, e não ao intermediário financeiro —, mas antes a desconsideração de alguns efeitos decorrentes dessa titularidade, precisamente os relacionados com o *cumprimento de deveres de informação, de publicidade ou de lançamento de oferta pública*. Existe na realidade uma grande distância entre o reconhecimento de certos efeitos jurídicos à posição de um fiduciante — designadamente, por via da imputação de direitos de voto — e a pura e simples desconsideração da estrutura jurídica da relação fiduciária, vendo na possibilidade de elisão da presunção de titularidade uma via para a requalificação generalizada da posição jurídica em que se encontram investidos fiduciante e fiduciário. Ora, procurando atribuir um sentido útil ao art. 74.º/3 CdVM, quando se pretenda aplicá-lo a situações de titularidade fiduciária, e que seja simultaneamente coerente com a relevância que a lei atribui a estas situações noutros quadrantes, ele terá que se identificar com a

¹⁶⁸⁹ Não se ignoraram as *externalidades* que a lei reconhece às situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários, das quais apenas me ocuparei mais adiante. Em concreto, será objeto de análise mais detalhada, no quadro do regime de direito positivo relativo à imputação de direitos de voto, o disposto na al. a) do art. 20.º/1 CdVM, que, desconsiderando a titularidade de ações, vem determinar a imputação ao fiduciante dos direitos de voto a estas em situações de natureza fiduciária. Como imediatamente se percebe em face do teor deste preceito legal, as preocupações com a transparência das participações sociais — designadamente, com o cumprimento dos deveres de informação ao mercado, comunicação de participações qualificadas e, no limite, lançamento de oferta pública de aquisição —, não estão limitadas ao expediente da elisão de presunção e, por isso, em nada saem prejudicadas com a posição defendida no texto. Nos termos detalhados mais adiante, aquele preceito permite já observar à transparência as relações jurídicas que subjazem ao registo de valores mobiliários, conduzindo à imputação de direitos de voto a um não titular, sem que, porém, para tal seja necessário o levantamento da presunção de titularidade.

desconsideração de alguns efeitos associados à titularidade de valores mobiliários, e não com uma pura e simples reconversão da posição jurídica dos sujeitos envolvidos.

Interpretado nestes termos, o art. 74.º/3 CdVM permitirá que um intermediário financeiro, titular de valores mobiliários por conta de clientes, procure junto da CMVM limitar alguns dos efeitos decorrentes daquela titularidade, designadamente para efeitos de transparência da sua real posição perante o mercado. Não se estará porém perante uma elisão da presunção de titularidade em sentido próprio — permanecendo a titularidade no intermediário financeiro, não sendo (*ope legis*) transferida para o investidor —, mas sim a evitar a produção de determinados efeitos decorrentes daquela *situação proprietária* em que se encontra investido o intermediário financeiro, para efeitos do dever de comunicação de participação qualificada ou de lançamento de oferta pública de aquisição¹⁶⁹⁰.

VI. Para terminar este enquadramento dogmático do fenómeno da titularidade indireta de valores mobiliários, interessa dedicar mais algumas linhas à relação contratual estabelecida entre intermediário financeiro e investidor. Desde logo para recuperar um aspeto relacionado com as alterações do quadro normativo da intermediação financeira resultantes da transposição da DMIF e que, no âmbito da disciplina da chamada *salvaguarda de bens de clientes*¹⁶⁹¹, vieram pela primeira vez regular — e definitivamente legitimar — o recurso a contas *omnibus*. Especificamente, releva a disposição que, em concretização de um princípio geral de segregação entre património do intermediário financeiro e o de cada um dos seus clientes¹⁶⁹², vem estabelecer que *aquele deve conservar os registos e as contas que sejam necessários para permitir, em qualquer momento e de modo imediato, distinguir os bens pertencentes a património de um cliente*¹⁶⁹³.

¹⁶⁹⁰ Concretizando, desta redução teleológica do art. 74.º/3 CdVM para as situações de titularidade fiduciária resultaria a faculdade de o intermediário financeiro poder, junto da CMVM, apesar de manter a sua posição jurídica de *titular direto* das ações a que estão inerentes os direitos de voto em questão — situação que conduziria ao cômputo desses votos na esfera do intermediário financeiro, nos termos do proémio do art. 20.º/1 CdVM —, requerer a isenção do dever de comunicação de participação qualificada, demonstrando não se justificar tal imputação por ausência de influência, fáctica ou jurídica, no exercício daqueles direitos de voto.

¹⁶⁹¹ Cf. arts. 306.º ss. CdVM; esta disciplina será adiante objeto de análise detalhada (cf. §10.º).

¹⁶⁹² Cf. art. 306.º/1 CdVM.

¹⁶⁹³ Cf. art. 306.º/5-a) CdVM. Para além desta disposição, outras normas têm como âmbito de aplicação (também) as contas *omnibus*. São os casos, adiante também analisados em pormenor, dos arts. 306.º/5 d) e e) e 306.º-B, todos do CdVM.

Transposto este regime para a relação jurídica paradigmática que vem sendo analisada, emerge a obrigação de, na sua contabilidade interna, o intermediário financeiro manter plenamente atualizado um processo de documentação sucessiva do qual, por referência à conta de titularidade de valores mobiliários de que é titular, resulta o *saldo final* dos direitos que cabem a cada um dos investidores¹⁶⁹⁴. Para além de no contrato que constitui o fundamento da relação fiduciária, a posição jurídica do investidor surge refletida também nesta conta-corrente (em sentido material, não necessariamente contratual¹⁶⁹⁵) mantida pelo intermediário financeiro, que contém a representação contabilística dos sucessivos atos (jurídicos) de aquisição e alienação praticados por conta do cliente e que, reflexamente, materializa a situação jurídico-patrimonial deste. Movimentada nas aludidas contas internas (registos informáticos) através das quais o intermediário financeiro procede ao desdobramento da conta individualizada de valores mobiliários aberta em seu nome, esta conta-corrente distingue-se daquela que integra o conteúdo típico de um contrato de registo de valores mobiliários: esta última contabiliza os valores mobiliários que cabem ao titular da conta¹⁶⁹⁶, enquanto a primeira, que integra o conteúdo destas situações de custódia fiduciária, contabiliza, a cada momento, os direitos de crédito de que é titular o investidor perante o intermediário financeiro¹⁶⁹⁷.

Neste quadro, a *circulação* dos valores mobiliários inscritos na conta *omnibus* aberta em nome do intermediário financeiro pode mesmo prescindir de qualquer movimento na conta de registo individualizado; é esse, aliás, uma dos grandes benefícios permitidos pela prática do *pooling*. Basta que, para tal, a transmissão de valores ocorra entre clientes desse mesmo intermediário, caso em que se concretizará por mera inscrição, na respetiva conta-corrente, do *direito de crédito* do investidor adquirente e, reflexamente, pela coincidente redução (ou eliminação) do saldo da conta-corrente do alienante, em termos em tudo semelhantes ao que se passa com a circulação do dinheiro. Tratando-se, pelo contrário, de uma *transmissão* entre clientes de intermediários financeiros diferentes, titulares fiduciários dos valores mobiliários em questão, a operação envolverá dois níveis distintos: exteriormente — *i.e.*, para efeitos do registo dos valores mobiliários —, impõe-se uma

¹⁶⁹⁴ E que resulta também do disposto no art. 307.º CdVM.

¹⁶⁹⁵ Cf. o que atrás ficou dito a respeito desta distinção em §6.2.

¹⁶⁹⁶ Acerca da conta-corrente como elemento característico do registo de valores mobiliários, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, pp. 92 ss.

¹⁶⁹⁷ Os lançamentos nesta conta não correspondem, portanto, a valores escriturais, mas sim a direitos (de crédito) sobre valores mobiliários escriturais e direitos que lhes sejam inerentes (dividendos, juros, etc.);

transferência dos valores mobiliários inscritos na conta de registo individualizado do intermediário financeiro que atua por conta do investidor-alienante para a conta de registo individualizado do intermediário que atua por conta do investidor-adquirente¹⁶⁹⁸. Nas relações internas entre cada um dos investidores e os seus intermediários, impõe-se, por sua vez: quanto ao alienante, a atualização da respetiva contas-corrente, mediante a redução ou eliminação do seu direito de crédito sobre o seu intermediário financeiro; para o adquirente, a operação inversa, passando este a ser titular de um novo direito de crédito (ou aumentando um previamente existente) sobre o seu intermediário¹⁶⁹⁹.

Como se vê, não há nesta hipótese uma verdadeira transmissão dos valores mobiliários entre os dois investidores: o movimento a débito na conta-corrente que o alienante mantém com o seu intermediário financeiro equivale à eliminação do direito de crédito de que o primeiro é titular sobre o segundo, ao passo que o movimento a crédito na conta-corrente relativa ao adquirente equivale à constituição de um direito de crédito deste sobre o intermediário financeiro¹⁷⁰⁰. É, de resto, a sobreposição destes dois níveis — a conta de registo individualizado, de um lado, e as contas correntes (internas) mantidas pelos intermediários financeiros relativamente a cada *titular indireto* — que, ao tornar a materialização das posições individuais de cada investidor independentes de uma modificação ao nível da conta de registo, está na origem do chamado risco de inflação (*shortfalls*), hipótese em que o intermediário financeiro é titular de valores mobiliários insuficientes para cumprir as obrigações assumidas perante investidores¹⁷⁰¹.

Situação análoga tem lugar com a oneração dos valores mobiliários objeto destas cadeias de titularidade indireta. Certo que — em mais uma demonstração evidente de que não desconhece totalmente as situações de titularidade indireta de valores mobiliários — o próprio Código dos Valores Mobiliários oferece um expediente adequado para a constituição de garantias sobre valores mobiliários, que passa pela sua *transferência* da conta *omnibus*

¹⁶⁹⁸ Para os efeitos do art. 80.º CdVM.

¹⁶⁹⁹ Oferecendo descrição análoga para os casos de titularidade indireta *informais* com relevância no mercado espanhol, GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los valores depositados en un intermediário”, p. 88 ss.

¹⁷⁰⁰ Construção análoga é defendida, em diversos direitos, para a circulação de valores mobiliários em sistemas de titularidade indireta: é assim no direito alemão (cf. EINSELE, *Wertpapier als Schuldrecht*, p. 439, e *Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, pp. 1752 ss.; GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, p. 1984; BRINK, *Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effekten giroverkehr*, pp. 134 ss.), mas também no direito americano (MOONEY, “Beyond Negotiability”, pp. 507 ss.) ou no direito espanhol (cf. CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 236; GARCIMARTÍN/GÓMEZ-SANCHA, “Los trabajos de UNIDROIT”, pp. 1233 ss.).

¹⁷⁰¹ E que será adiante tratado em maior detalhe — cf. §§11.º e 12.º.

aberta em nome do intermediário financeiro, para uma *subconta específica* aberta junto da entidade gestora do sistema centralizado. Este expediente permite assim que os valores mobiliários que o investidor pretenda empenhar, mas de que não é titular, sejam inscritos naquela subconta específica, por natureza temporária, da qual constará o registo do penhor sobre eles constituído (cf. art. 81.º CdVM).

Todavia, por razões comerciais e operacionais, nem sempre uma tal transferência é possível ou, pelo menos, conveniente. Nada impede, nesses casos, que seja onerada a própria posição derivada de que é titular o investidor/fiduciante, cujo conteúdo reflete justamente o dos valores mobiliários que constituem o ativo subjacente. A esse resultado se chegaria com a constituição de um penhor de direitos (cf. art. 679.º ss.), incidente não sobre os valores mobiliários, mas sobre o direito de crédito de que é titular o investidor/fiduciante — e que corresponderá ao saldo final (total ou apenas parcial) da conta-corrente mantida entre o intermediário financeiro¹⁷⁰². Entre as partes, atenta a natureza fiduciária da relação estabelecida entre intermediário financeiro e investidor, que faz repercutir na esfera deste integralmente o conteúdo dos valores mobiliários que constituem o seu objeto, a constituição daquele penhor sobre a posição derivada do investidor assegura ao credor pignoratício uma proteção do seu direito de crédito materialmente análoga à que obteria com a constituição de um penhor sobre os valores mobiliários. Quanto ao devedor do direito empenhado, a sua notificação assegura — como se explicita em nota — o estabelecimento de uma relação direta entre credor pignoratício e intermediário financeiro, que a respeito dos direitos a receber dividendos ou juros será análoga à que, na transmissão de créditos, se estabelece entre devedor e cessionário. Quanto a terceiros — e designadamente a outros credores do intermediário financeiro —, a posição deste credor pignoratício será tutelada na medida em que o seja a própria posição do investidor/fiduciante. Não é ainda tempo para dar resposta cabal a essa questão, mas sempre se dirá que, a confirmar-se a possibilidade de o investidor/fiduciante opor aos credores gerais do intermediário financeiro a sua posição

¹⁷⁰² Sobre a distinção entre o penhor de créditos, digamos, geral e o penhor de créditos especial incidente diretamente sobre valores mobiliários, cf., por todos, MENEZES LEITÃO, *Garantias das Obrigações*, pp. 283 ss. e 290 ss. Impor-se-á, nesse caso, a notificação do intermediário financeiro da constituição do penhor sobre a posição do seu cliente (cf. art. 681.º/2), devendo aquele documentar a constituição da garantia nos seus registos internos. Será aplicável o disposto no art. 682.º, nos termos do qual o investidor/fiduciante deverá entregar ao credor pignoratício os *documentos comprovativos* do seu direito. Acresce ainda que, por força do disposto no art. 684.º, se deve entender que, nos termos precisos que tenham sido estipulados no momento da constituição do penhor (e que hajam também sido notificados ao intermediário financeiro), se estabelece uma relação direta entre devedor (*i.e.* intermediário financeiro) e credor pignoratício, ao abrigo da qual este poderá exigir diretamente do primeiro os rendimentos gerados pelos valores mobiliários que constituem o ativo subjacente do direito empenhado, ou mesmo a própria transmissão daqueles valores mobiliários.

sobre os valores mobiliários que são fiduciariamente detidos por este, também a esta categoria de terceiros será oponível a constituição de uma garantia real sobre aquela mesma posição do investidor/fiduciante¹⁷⁰³.

A este respeito, merece referência especial a circunstância de o art. 5.º/2 do DL 105/2004, relativo aos contratos de garantia financeiros, admitir expressamente a constituição de penhor financeiro sobre *direitos relativos a instrumentos financeiros*. Sem dúvida consequência direta da sua fonte originária — a Diretiva 2002/47/CE, instrumento que, atenta a sua natureza e o seu âmbito normativo, não poderia desconsiderar o fenómeno da titularidade indireta de valores mobiliários e, nesse âmbito, a relevância no tráfego dos *interests in securities* —, aquele diploma de transposição veio expressamente reconhecer a constituição de penhor não apenas sobre instrumentos financeiros, mas também sobre direitos (subentende-se) de crédito incidentes sobre esses instrumentos. Certamente que uma tal figura encontra aplicação nas hipóteses de titularidade indireta de valores mobiliários descritas, admitindo-se a constituição de penhor financeiro — sujeito à disciplina daquele DL n.º 105/2004 — sobre as posições creditícias de que, naquele âmbito, são titulares os investidores/fiduciantes¹⁷⁰⁴.

VII. Aqui chegados, devidamente caracterizado este fenómeno do tráfego, é tempo de seguir o percurso delineado na Introdução: depois da necessária descrição do quadro normativo, nacional e europeu, que, no âmbito da disciplina da intermediação financeira, visa assegurar a *salvaguarda de bens de clientes*¹⁷⁰⁵, procuro determinar em que medida e com que intensidade ele se projeta no conteúdo da relação contratual entre intermediário financeiro e investidor¹⁷⁰⁶. Só depois avanço para o problema da proteção do acervo fiduciário perante terceiros, que obrigará a um intenso dialogo entre as coordenadas específicas do direito mobiliário e as conclusões formuladas a respeito do direito comum:

¹⁷⁰³ Chega a conclusão semelhante, referindo-se ao regime espanhol dos acordos de garantia financeira, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 322 ss.

¹⁷⁰⁴ Não é este o espaço para tratar em pormenor o regime deste tipo particular de garantias, de resto já objeto de assinalável literatura entre nós (cf., designadamente, ANDRADE DE MATOS, *O Pacto Comissório*, pp. 187 ss.; CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa*, pp. 211 ss.; C. MONTEIRO PIRES, *Alienação em Garantia*, pp. 69 ss., pp. 134 ss. e *passim*; MACEDO GRAÇA, *Os Contratos de Garantia Financeira*; MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, pp. 715 ss.; PESTANA DE VASCONCELOS, *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*, pp. 338 ss.; SANTOS JUSTO, *Direitos Reais*, pp. 488 ss.). Não deixa porém de merecer a pena notar as significativas virtualidades — dogmáticas e práticas — que resultam da consagração desta figura no direito vigente.

¹⁷⁰⁵ Cf. §10.1.

¹⁷⁰⁶ Cf. §10.2.

primeiro, num cenário de insolvência do intermediário financeiro¹⁷⁰⁷ e, depois, para a hipótese de alienação ou oneração ilícita do acervo mobiliário que constitui o objeto da relação fiduciária¹⁷⁰⁸. O capítulo termina com o anunciado enfoque nalgumas questões suscitadas pelo exercício e imputação de direitos de voto inerentes a ações integradas numa cadeia de titularidade indireta¹⁷⁰⁹.

§10.º A proteção do património dos investidores no direito da União Europeia e no direito português

10.1 A natureza *regulatória* da disciplina da intermediação financeira e a sua *irradiação* para o direito privado; segregação patrimonial como *efeito* e como *procedimento*

I. A proteção dos ativos (valores mobiliários, dinheiro) confiados aos intermediários financeiros constituiu desde cedo um objetivo central do processo de regulação do mercado de capitais. Foi sempre pressuposto que a segurança do tráfego mobiliário e o regular funcionamento do mercado dependia (e depende) decisivamente da possibilidade de os investidores recuperarem os seus bens em caso de insuficiência patrimonial ou insolvência dos intermediários financeiros, como da eficácia dos mecanismos de reação a utilizações abusivas dos patrimónios de investimento¹⁷¹⁰. Ao lado de outras matérias e precisamente por concretizar um dos focos típicos de potencial conflito de interesses entre intermediário financeiro e investidores¹⁷¹¹, a segregação patrimonial — *vertical* (*i.e.* entre os patrimónios

¹⁷⁰⁷ Cf. §11.º.

¹⁷⁰⁸ Cf. §12.º.

¹⁷⁰⁹ Cf. §13.º.

¹⁷¹⁰ A este respeito, vejam-se as considerações de MOLONEY, *EC Securities Regulation*, p. 486, e, na doutrina germânica, por exemplo, de BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, pp. 478-479; FUCHS, WpHG, §34a, p. 1576; KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §34a, p. 1477; e SCHWARK, *Kapitalmarktrechts* (§34a), p. 1347. Numa perspetiva de análise económica de diferentes estratégias jurídicas de proteção do investidor seguidas em ordenamentos de referência, cf. HERTIG/KRAAKMAN/ROCK, “Issuers and Investor Protection”, pp. 275 ss.

¹⁷¹¹ Sobre o tema, em geral, L. ENRIQUES, “Conflicts of Interest in Investment Services”, pp. 321 ss., e, entre nós, LEITE BORGES, “Conflitos de Interesse e Intermediação Financeira”, pp. 315 ss.

do intermediário financeiro e de clientes) e *horizontal* (i.e. entre os patrimónios de investimento de cada cliente) — mereceu sempre atenção particular no quadro das intervenções legislativas, nacionais e supranacionais, destinadas a regular as atividades de intermediação financeira.

O tema da separação patrimonial dos intermediários financeiros — como a generalidade das matérias relacionadas com a intermediação financeira — é indissociável do processo de integração europeia e, neste quadro, dos impulsos normativos de fonte comunitária. Já a Diretiva dos Serviços Financeiros (“DSI”)¹⁷¹² impunha aos Estados-Membros o estabelecimento de regras destinadas a assegurar a *identificabilidade* e um adequado nível de separação dos ativos confiados às empresas de investimento¹⁷¹³. Assumia-se, de forma expressa, o objetivo de salvaguardar o *direito de propriedade dos clientes*, designadamente num cenário de insolvência do intermediário, bem como o propósito de evitar a utilização dos ativos confiados pelos clientes para benefício próprio da empresa de investimento¹⁷¹⁴. A matéria mereceu todavia um aprofundamento acentuado com a DMIF¹⁷¹⁵, posteriormente concretizada no âmbito do processo Lamfalussy¹⁷¹⁶. Num

¹⁷¹² Instrumento que constituiu o primeiro impulso verdadeiramente abrangente e integrador no processo de regulação dos serviços de intermediação financeira (E. WYMMEERSCH, “The implementation of the ISD and CAD in National Legal Systems”, pp. 3 ss.). A entrada em vigor da DSI visou, no essencial, assegurar a harmonização mínima ao nível seja do processo autorizatório para a constituição de empresas de investimento, seja ao nível das regras de conduta a elas aplicáveis. O quadro normativo então estabelecido foi-se todavia tornando progressivamente desadequado e insuficiente para fazer face à crescente complexidade dos mercados financeiros, à sofisticação dos produtos de investimento colocados à disposição dos investidores, bem como à intensificação do processo de integração do mercado interno de serviços financeiros, onde se tornou cada vez mais comum a atuação transfronteiriça de intermediários financeiros. Sobre este instrumento, ver também R. CRANSTON, “Banking and Investment Services: Implications of the New Financial Landscape”, pp. 45 ss. Sobre o processo de desenvolvimento do mercado de serviços financeiros na EU, M. SIEMS, “The Foundations of Securities Law”, p. 167 ss.; entre nós, sobre o longo caminho de harmonização na área mobiliária, com impacto na regulação das atividades de intermediação financeira, P. CÂMARA, *Manual*, pp. 38 ss.; também, incidentalmente, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, pp. 26 ss.

¹⁷¹³ Cf. art. 10.º DSI, que veio concretizar, designadamente, o *Considerando n.º 29*, nos termos do qual era imposta, por forma a proteger os investidores, a *defesa dos direitos de propriedade e outros direitos de natureza análoga do investidor sobre os valores*, bem como dos seus direitos sobre os fundos confiados à empresa de investimento. Era porém reconhecido que este propósito de segregação patrimonial não deveria impedir a empresa de operar em seu nome no interesse do investidor, sempre que o próprio tipo da operação o requeira e o investidor o consinta, como, por exemplo, no caso de empréstimos de títulos. Em paralelo com a consagração de regras de conduta detalhadas (cf. sobre as regras de *conduct of business* na DSI, cf., por exemplo, J. KÖNDGEN, “Rules of Conduct: Further Harmonisation”, pp. 115 ss.), aquele art. 10.º impunha um conjunto de deveres relacionados com a organização interna dos intermediários financeiros e, neste âmbito, com a manutenção contabilística de registos das operações e dos valores entregues por clientes; cf. U. SCHNEIDER, “Cross-border Compliance”, pp. 73 ss.

¹⁷¹⁴ Cf., em particular, art. 10.º, parágrafos segundo, terceiro e quinto.

¹⁷¹⁵ A Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros. Posteriormente complementada pelos instrumentos de nível 2, a que se faz referência na nota seguinte, a DMIF veio traçar um detalhado quadro normativo aplicável à prestação de serviços financeiros regulados e ao funcionamento dos mercados de capitais secundários. Acentuando o

quadro normativo que veio modelar decisivamente as atividades de intermediação financeira¹⁷¹⁷, destacam-se a malha de normas prudenciais de cariz organizatório e as regras de conduta impostas às empresas de investimento, em que se insere a disciplina da salvaguarda dos bens de clientes¹⁷¹⁸. Os *princípios-quadro* da DMIF refletem, em traços gerais, o regime já antes resultante da DSI, ampliando embora o seu escopo e intensificado a teia normativa. Mantido o assento nas regras relativas a *requisitos em matéria de organização*, é reiterada a preocupação central de assegurar que as empresas de investimento tomam as medidas adequadas para salvaguardar *os direitos de propriedade e outros direitos de natureza análoga* dos clientes, em especial em caso de insolvência, bem como para impedir que os instrumentos de clientes sejam utilizados pela empresa de investimento em benefício próprio ou de terceiro, sem o consentimento prévio e expresso daqueles¹⁷¹⁹. Concretizando a coordenada geral que procurar mitigar as situações de

propósito último — que vinha já da DSI — de integração do mercado interno de serviços financeiros, este instrumento assume definitivamente enquanto objetivo primário, também, a proteção dos investidores. Isso mesmo é prosseguido mediante a previsão de um processo autorizatório que constitui condição para a prestação de serviços financeiros (cf. art. 5.º DMIF), bem como pela consagração de um extenso catálogo de regras prudenciais (incluindo de cariz organizatório) e de regras de conduta, que visaram, no essencial, regular a prestação de serviços financeiros nas fase pré-contratual e de execução do contrato (cf., por exemplo, VAN SETTEN, *The Law of Institutional Investment Management*, pp. 33 ss.). Outra preocupação acentuada foi a de aumentar a transparência da atuação dos intermediários financeiros, designadamente mediante a imposição de deveres de informação pré-contratual e relacionada com a execução de ordens. Em geral sobre a DMIF, para além das obras de referência citadas, cf. A. HUDSON, *The Law of Finance*, pp. 139 ss.; R. SETHE, *Angelerschutz im Recht der Vermögensverwaltung*, pp. 477 ss.; CASEY/LANNOO, *The MiFID Revolution*, pp. 6 ss.; na literatura jurídica portuguesa, P. CÂMARA, *Manual*, pp. 345 ss.

¹⁷¹⁶ A DMIF foi su por dois instrumentos de execução: a Diretiva n.º 2006/73/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 10 de Agosto de 2006, no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento; e o Regulamento n.º 1287/2006, de 10 de Agosto. Sobre o processo Lamfalussy, ver por exemplo, para além das obras de carácter geral já citadas, FERRARINI, “Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive”, pp. 19 ss.; M. SIEMS, “The Foundations of Securities Law”, p. 167 ss.

¹⁷¹⁷ Cf. MÜLBERT, “The eclipse of contract law”, pp. 299-300, referindo-se ao ordenamento jurídico germânico, fala de uma autêntica *revolução* no campo do direito bancário e mobiliário, tal o impacto do quadro regulatório trazido pela DMIF na própria relação entre empresas financeiras e investidores.

¹⁷¹⁸ Cf. R. SETHE, *Angelerschutz im Recht der Vermögensverwaltung*, pp. 491 ss.

¹⁷¹⁹ Cf. art. 13.º/7 DMIF. Lê-se a este respeito, no considerando n.º 26, que *a fim de proteger os direitos de propriedade e outros direitos de natureza análoga do investidor relativamente aos valores mobiliários, bem como os seus direitos sobre os fundos confiados à empresa, é conveniente distingui-los dos da empresa em questão. Este princípio não deve, todavia, impedir a empresa de operar em seu nome, mas por conta do investidor, quando tal seja requerido pela própria natureza da transacção e o investidor o consinta, como por exemplo no caso do empréstimo de títulos*. A mesma preocupação é assumida a respeito do dinheiro pertencente a clientes, sendo porém aí expressamente aceite constituírem exceção as instituições de crédito, que são nos termos gerais autorizadas a usar por sua conta própria o dinheiro depositado por clientes — cf. art. 13.º/8 DMIF. A respeito das regras que transpuseram este quadro normativo para o ordenamento alemão, *Kölner Kommentar zum WpHG/MÖLLERS*, §34a, p. 1562, sublinha que, apesar de sistematicamente inseridas na regulação da organização dos intermediários financeiros, elas consubstanciam verdadeiras regras de conduta, porquanto os seus efeitos se projetam diretamente nas relações entre intermediário financeiro e cliente (cf., detalhadamente, §10.2).

potencial conflito de interesses entre intermediário financeiro e cliente¹⁷²⁰, é evidente a preocupação em proteger a posição patrimonial dos investidores de riscos não exclusivamente relacionados com o investimento em valores mobiliários, em particular os riscos de insolvência do intermediário financeiro e de incumprimento, por este, do programa contratual a que se encontra adstrito¹⁷²¹. Procura-se, com isso, isolar o *risco de investimento*¹⁷²² do *risco de intermediação*, assegurando, a bem da confiança no sistema financeiro, que corre por conta do investidor apenas o primeiro — conatural e indissociável à atividade de investimento no mercado de capitais —, mas já não o segundo.

São depois as normas de *nível 2* previstas na Diretiva n.º 2006/73/CE que, num quadro de harmonização máxima¹⁷²³, densificam estas coordenadas gerais. De um lado, são previstas disposições atinentes à *separação e identificação de patrimónios*, que impõem estritos deveres de manutenção de contas e registos contabilísticos segregados. O art. 16.º da Diretiva n.º 2006/73/CE constitui o ponto cardinal desta disciplina, impondo aos intermediários financeiros a manutenção dos registos necessários para, a qualquer altura, distinguir entre os ativos pertencentes aos seus diversos clientes, bem como entre estes e o seu próprio património¹⁷²⁴, incluindo nas situações em que o intermediário financeiro tenha custodiado bens de clientes junto de terceiros¹⁷²⁵. Deste regime constam igualmente regras

¹⁷²⁰ Sem sentido próximo, R. SETHE, *Angelerschutz im Recht der Vermögensverwaltung*, pp. 492.

¹⁷²¹ Em sentido próximo, na literatura alemã, *Kölner Kommentar zum WpHG*/MÖLLERS, §34a, p. 1539, e M. WEBER, “Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 1998-2000”, p. 3465.

¹⁷²² O chamado *Kursverlust* (cf. WOLF, “Getrennte Verwahrung von Kundengeldern”, p. 892).

¹⁷²³ Cf. art. 4.º, que limita a certas circunstâncias excecionais as matérias em que as leis nacionais podem estabelecer regimes mais gravosos do que o previsto na DMIF (proibição de *gold-plating*).

¹⁷²⁴ Cf., designadamente, art. 16.º/1/a) e b) da Diretiva n.º 2006/73/CE. O teor organizacional desta disciplina é acentuado pela imposição de procedimentos internos destinados a *minimizar o risco de perda ou de diminuição de valor dos activos dos clientes ou de direitos relativos a esses activos, como consequência de utilização abusiva dos activos, de fraude, má gestão, manutenção de registos inadequada ou negligência* — cf. art. 16.º/1/f) da Diretiva n.º 2006/73/CE.

¹⁷²⁵ Nestes casos, exige-se que o intermediário financeiro assegure que tais ativos são plena e prontamente identificáveis, mediante inscrição em contas separadas junto do terceiro custodiante e que sejam realizadas periodicamente reconciliações entre as contas e registos do intermediário financeiro e as contas e registos mantidos por aquele custodiante (cf. art. 16.º/1/c) da Diretiva n.º 2006/73/CE). Exige-se, especificamente, que esta segregação seja obtida mediante a inscrição em conta com titular distinto na contabilidade do terceiro ou através de outras medidas equivalentes que assegurem o mesmo nível de proteção (cf. art. 16.º/1/d) e e) da Diretiva n.º 2006/73/CE, este último relativo a dinheiro, impondo igualmente a segregação do dinheiro pertencente a clientes em conta separada, que não deve ser *misturado* com dinheiro pertencente ao intermediário financeiro). Estas disposições são depois complementadas pelo disposto no art. 17.º e 18.º da Diretiva n.º 2006/73/CE. São também impostos deveres de cuidado e diligência seja na seleção do terceiro custodiante dos instrumentos financeiros pertencentes a clientes, seja no acompanhamento do cumprimento, por este, dos deveres de custódia (cf. art. 17.º/1 da Diretiva n.º 2006/73/CE, que impõe ainda aos intermediários financeiros a avaliação da capacidade técnica e reputação do custodiante, bem como eventuais requisitos legais ou práticas de *mercado relativas à detenção desses instrumentos financeiros*,

relacionadas com o depósito de dinheiro de clientes que seja por estes entregue à empresa de investimento para a realização de operações de investimento, ou que corresponda a rendimentos de instrumentos financeiros¹⁷²⁶. Por outro lado, esta disciplina de direito europeu regula a atuação do intermediário financeiro por conta própria (*proprietary trading*) mas envolvendo ativos *pertencentes* a clientes, outro domínio de potencial conflito de interesses. É estabelecido como princípio que uma tal *utilização de instrumentos financeiros* de clientes — amplamente difundida no tráfego¹⁷²⁷ — está interdita, exceto se estes derem o seu consentimento, que é sujeito a um conjunto de requisitos¹⁷²⁸. É relevante notar que, neste domínio, a Diretiva limita a utilização de instrumentos financeiros inscritos em *contas globais* (ou *omnibus*), estabelecendo para este caso um regime autorizatório ainda mais rigoroso¹⁷²⁹.

II. Assim sumariamente descrito, é notório o cariz organizatório e procedimental do regime previsto na DMIF, reconduzível a um *quadro regulatório* em que a prossecução de um interesse público — no caso, a tutela do património dos investidores e, por essa via, a integridade do mercado e a segurança do sistema financeiro — se faz, reflexamente, através da imposição de rigorosos deveres de organização e regras de conduta, que uma autoridade

susceptíveis de afectar negativamente os direitos desses clientes. São ainda estabelecidas regras destinadas a assegurar um nível mínimo de proteção do cliente em situações de depósito transfronteiriço (cf. art. 17.º/2 e 3 da Diretiva n.º 2006/73/CE).

¹⁷²⁶ A este respeito, estabelece o art. 18.º da Diretiva n.º 2006/73/CE que as leis nacionais devem impor ao intermediário financeiro, exceto quando este seja uma instituição de crédito, o depósito de dinheiro de clientes junto de um banco central, de uma instituição de crédito, de um banco autorizado num país terceiro ou ainda de um fundo do mercado monetário elegível (cf. art. 18.º da Diretiva n.º 2006/73/CE). São também aqui impostos particulares deveres de cuidado e diligência na seleção do terceiro custodiante (cf. art. 17.º/3 da Diretiva n.º 2006/73/CE). Compreensivelmente, a Diretiva dedica particular atenção à situação em que o intermediário financeiro deposita o dinheiro junto de um fundo elegível do mercado monetário, impondo requisitos de sujeição a supervisão, risco e liquidez, para além de exigir que as leis nacionais reconheçam aos clientes o direito de se opor à colocação do seu dinheiro num fundo do mercado monetário elegível (cf. art. 18.º/2 da Diretiva n.º 2006/73/CE).

¹⁷²⁷ Por exemplo, em operações de curto prazo, como empréstimos e reportes de valores mobiliários; sobre estas operações, cf., mais detalhadamente, §12.º.

¹⁷²⁸ Cf. art. 19.º/1 da Diretiva n.º 2006/73/CE. Para que o consentimento seja válido, o cliente deve ter dado previamente autorização expressa a respeito da utilização dos instrumentos financeiros, respeitando requisitos específicos (a saber: no caso de um cliente não profissional, a comprovação pela sua assinatura ou por um mecanismo alternativo equivalente, devendo a utilização dos instrumentos financeiros do cliente limitar-se às condições especificadas na autorização prestada).

¹⁷²⁹ Cf. art. 19.º /2 da Diretiva n.º 2006/73/CE. Nestes casos, exige-se *ou* que cada cliente dê a sua autorização expressa prévia *ou* que a empresa de investimento disponha de sistemas e controlos que assegurem que apenas são utilizados os instrumentos financeiros pertencentes a clientes que tenham dado previamente a autorização expressa.

pública é chamada a controlar¹⁷³⁰. De outro modo dito, aquele quadro de direito europeu — em linha, de resto, com as técnicas hodiernas da regulação de certas atividades económicas — estatui um acervo detalhado de *padrões de controlo*, que se materializam, essencialmente, na exigência de plena identificabilidade dos bens de clientes mediante a inscrição em contas (internas ou externas, consoante os casos) segregadas, cujo cumprimento pelos intermediários financeiros é escrutinado pelas autoridades de supervisão¹⁷³¹. Assumindo este pendor regulatório, esta disciplina da intermediação financeira parece abdicar de, pelo menos à superfície, *diretamente* regular a relação contratual ou pré-contratual, de índole puramente privada, que é estabelecida entre a empresa de investimento e o investidor, bem como de *diretamente* predispor regras incidentes sobre relações jurídicas periféricas também de natureza puramente privada, de que constitui exemplo paradigmático a relação com os demais credores do intermediário financeiro.

Seguro é que, apesar de assumir expressamente o propósito de desonerar o investidor do risco de insolvência do intermediário financeiro, a DMIF não se imiscui na matéria, bem mais sensível, da delimitação do tipo de posições de investimento merecedoras de uma tal tutela. Clarificando: impostos os deveres de segregação, é mantido silêncio sobre a extensão e a intensidade da tutela dos investidores num cenário de insolvência do intermediário financeiro¹⁷³². Não é, por exemplo, (expressamente) imposta a equiparação entre situações de titularidade de valores mobiliários em nome do próprio investidor e situações de titularidade indireta, em que o intermediário financeiro detém os valores em nome próprio mas por conta e risco de clientes; nem é predisposto um critério de resolução do potencial conflito entre os clientes de uma empresa de investimento e os outros credores desta¹⁷³³.

¹⁷³⁰ Acerca desta ideia de prossecução reflexa do interesse público, característica marcante da moderna regulação dos mercados de capitais, cf. §10.2.

¹⁷³¹ KEßLER/MICKLITZ, *Angelerschutz*, p. 324, assinalam que subjacente ao regime da DMIF está, primordialmente, o objetivo de impor um conjunto de padrões de comportamento a respeitar pelas empresas de investimento e de assegurar a supervisão eficaz do respetivo cumprimento.

¹⁷³² É típica esta atuação prudente do legislador europeu sempre que um processo de harmonização toca campos sensíveis do direito privado, como sempre sucede no domínio da responsabilidade (contratual ou extracontratual) ou do direito de propriedade. Em causa está uma manifestação clara do princípio da subsidiariedade (cf. art. 5.3 Tratado), que impõe neste domínio particulares cuidados em assegurar que os regimes de direito europeu não afetam a coerência interna dos direitos nacionais.

¹⁷³³ A este respeito, sublinha MOLONEY, *EC Securities Regulation*, p. 488, que o quadro normativo europeu não contém regras diretamente relacionadas com a produção de efeitos civis, designadamente entre intermediário financeiro e cliente. Isto apesar de, nos considerandos, se afirmar expressamente o objetivo de *proteger os direitos de propriedade e outros direitos de natureza análoga do investidor relativamente aos valores mobiliários*, o que sugere a intenção de, num cenário de insolvência do intermediário financeiro, consagrar a

O que acaba de ser apontado tem, como se adivinha, um enorme impacto na regulação das situações de titularidade indireta de valores mobiliários. Não que o quadro de direito europeu simplesmente ignore a relevância dessas situações e considere desnecessário predispor regras que a elas dizem especificamente respeito. Pelo contrário, para além da expressa referência nos considerando a direitos análogos aos direitos de propriedade, são detalhados e intensos os deveres relacionados com a manutenção de registos separados e plenamente distinguíveis quando a empresa de investimento coloque os bens de clientes em custódia junto de um terceiro, incluindo ao abrigo de contas globais, e em que portanto a titularidade daqueles ativos lhe é — pelo menos formalmente — imputada. Aquele regime limita-se, porém, à predisposição destas regras de cariz organizatório, abstendo-se de avançar um critério com vocação geral apto a fundar a oponibilidade a terceiros da posição daquele *investidor indireto*. Por isso, para resolver o potencial conflito entre o investidor e demais credores da empresa de investimento, é necessariamente convocado o direito nacional¹⁷³⁴.

III. Afirmar que a natureza do regime trazido pela DMIF é eminentemente regulatória e, portanto, se destina *prima facie* a traçar o quadro da supervisão administrativa das atividades de intermediação financeira¹⁷³⁵ não equivale todavia a negar a permeabilidade dos sistemas internos de direito privado àquele instrumento de direito europeu (e demais atos complementares). Esta questão é conhecida na literatura jurídica europeia, onde, especificamente a respeito da transposição da DMIF, foi e permanece intenso o debate em torno de um *fenómeno de penetração* da disciplina da intermediação financeira em áreas do direito privado, em particular no direito dos contratos¹⁷³⁶. Sem que seja rejeitado o perfil eminentemente público-administrativo daquela disciplina — perfil que caracterizará, necessariamente, as disposições de transposição para os ordenamentos

proteção não apenas dos investidores que sejam os efetivos titulares dos valores mobiliários, mas também aqueles que, de um prisma económico, se encontrem investidos numa posição equiparável.

¹⁷³⁴ Cf. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, p. 488.

¹⁷³⁵ De resto, na esteira do entendimento doutrinal generalizado (isso mesmo notam, por exemplo, KERLER/MICKLITZ, *Angerschutz*, p. 324).

¹⁷³⁶ Cf., por exemplo, M. TISON, “The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective”, pp. 2621 ss.; CHEREDNYCHENKO, “European Securities Regulation”, pp. 925 ss.; MÜLBERT, “Auswirkungen der MiFid-Rechtsakte”, p. 184, e “The Eclipse of Contract Law”, p. 320.

internos¹⁷³⁷ —, vai progressivamente¹⁷³⁸ merecendo acolhimento o entendimento segundo o qual ela se projeta também nas relações (de direito privado) estabelecidas entre as empresas de investimento e os seus clientes, contribuindo decisivamente para a conformação do respectivo conteúdo¹⁷³⁹. Sendo diversas as construções dogmáticas propostas para a explicar¹⁷⁴⁰, não é todavia linear o alcance e a intensidade dessa *penetração* nos quadros de direito privado, que está sempre dependente das ponderações e coordenadas que sejam relevantes em cada ordenamento interno¹⁷⁴¹.

Na literatura, a discussão a que aqui se faz referência centra-se tipicamente na articulação entre as *conduct of business rules* previstas na DMIF e as regras de direito interno

¹⁷³⁷ Cf. KÖNDGEN, “Rules of Conduct”, p. 117; O. CHEREDNYCHENKO, “European Securities Regulation”, p. 930, que assinala o propósito de *public enforcement* subjacente às regras de conduta resultantes da DMIF. Veja-se, também, ASSMAN, “Interessenkonflikte aufgrund von Zuwendungen”, p. 29; FUCHS, WpHG (*prenot.* §31), p. 1193; M. ZIMMERMAN, “Privatrecht im Kapitalmarktrecht der Gemeinschaft”, pp. 38 ss. (p. 43); KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §34a, pp. 1256 ss.

¹⁷³⁸ O tema já era debatido durante a vigência da DSI, ainda que, nesse quadro, fosse mais difusa a relevância da proteção dos investidores enquanto objetivo primário da Diretiva. Sustentando já nesse quadro que pelo menos as *conduct of business rules* serviam o duplo propósito de assegurar a integridade do mercado e de proteção dos investidores, cf. HOPT, “Grundsatz und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz”, p. 159. Sobre o tema, ver também M. TISON, “Conduct of Business Rules and their implementation in the EU Member States”, pp. 73 ss.

¹⁷³⁹ Não sendo impeditivo de um tal efeito reflexo a circunstância de a DMIF não o prever (ou pelo menos habilitar) expressamente. Assim, M. TISON, “The civil law effects of MiFID”, p. 2623, autor que salienta a inadmissibilidade de, neste quadro, transpor por analogia a regra formulada pelo Tribunal de Justiça no caso *Peter Paul* (ECJ, caso C-222/02, Peter Paul, [2004] ECR I-9425). Neste, chamado a decidir se o sistema formado pelas Diretivas do setor bancário servia também para proteger diretamente os interesses dos depositantes, de modo a que uma atuação inadequada de um supervisor pudesse constituir fundamento de responsabilização em benefício de depositantes lesados pela insolvência de um banco, o Tribunal concluiu que aquelas normas prosseguiram primordialmente o objetivo de integração do mercado bancário e, nessa medida, não eram aptas a fundar uma pretensão indemnizatória da parte de depositantes. Para uma crítica deste entendimento, M. TISON, “Do not attack the watchdog. Banking supervisory liability after Peter Paul”, pp. 639 ss.

¹⁷⁴⁰ No direito alemão, convivem percursos na sua formulação distintos mas que, não conduzindo a resultados plenamente análogos, reconhecem amplamente a produção de efeitos nas relações de direito privado estabelecidas entre intermediário financeiro e cliente. Entendem uns que as regras comportamentais previstas na DMIF apresentam uma dupla dimensão, assumindo simultaneamente natureza regulatória com finalidades de supervisão comportamental e de regras de direito civil; assim, por exemplo, *Kölner Kommentar zum WpHG*/MÖLLERS, §34a, pp. 1540 ss. e 1562; também LEISCH, *Informationspflichten nach §31 WpHG*, pp. 44 ss. e pp. 68 ss.; WEICHERT /WENNINGER, “Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen”, pp. 635 ss.; VEIL, “Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung”, p. 1825 ss.; NIKOLAUS/D’OLEIRE, “Aufklärung über “Kick-backs” in der Anlageberatung”, p. 2130. Outros afirmam a sua natureza eminentemente regulatória — e portanto de direito público — mas reconhecem-lhes, ao mesmo tempo, a produção reflexa de efeitos nas esferas de privados, um verdadeiro efeito de *radiação* para o direito privado (*Ausstrahlungswirkung*); neste sentido, por exemplo, KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), *prenot.* §31, p. 1254; FUCHS, WpHG, (*prenot.* §31), pp. 1196 ss. Por outro lado, parte da doutrina reconduz os efeitos civis (*Zivilrechtliche Wirkungen*) da disciplina da intermediação financeira à caracterização das regras nela predispostas — e especificamente do §31WpHG, que consagra o dever genérico de prossecução do interesse do cliente — como normas de proteção, cuja violação geraria responsabilidade extracontratual (por exemplo, P. BALZER, *Vermögensverwaltung*, pp. 156 ss.).

¹⁷⁴¹ Este tema será retomado adiante, ainda que limitado aos deveres de segregação impostos no quadro da disciplina da intermediação financeiro (cf. §10.2).

que regulam as relações contratuais e pré-contratuais¹⁷⁴². Em concreto, é sugerida a aptidão daquelas *regras de conduta* para, além de oferecerem às autoridades de supervisão os aludidos *padrões de controlo*, concretizarem a malha de deveres contratuais (principais e acessórios) a que se encontram adstritas as partes de um contrato de serviços financeiros. Aquele acervo normativo integraria, nessa medida, coordenadas aptas a densificar os deveres de cuidado e lealdade devidos pelo intermediário financeiro, incluindo nas fases pré-contratuais¹⁷⁴³, que assim resultariam seguramente mais amplos e rigorosos do que os traçados pelo direito geral¹⁷⁴⁴. Nesta direção, um autor fala mesmo de um verdadeiro *eclipse do direito dos contratos*¹⁷⁴⁵. Debatida é, igualmente, a possibilidade de os direitos nacionais caucionarem discrepâncias face ao regime traçado na DMIF, impondo *ex lege* deveres mais rigorosos¹⁷⁴⁶ ou permitindo que as partes o façam contratualmente, estipulando obrigações adicionais¹⁷⁴⁷, ou, inversamente, dispensando o intermediário financeiro do cumprimento de certas obrigações e limitando a sua exposição a responsabilidade¹⁷⁴⁸.

Na verdade, este eventual efeito reflexo da disciplina da intermediação financeira nas esferas de privados não se coloca exclusivamente no quadro da relação contratual entre intermediário financeiro e cliente. Existem outras situações de potencial tensão entre

¹⁷⁴² Na verdade, também os regimes prudenciais de autorização e solidez financeira impostos às empresas de investimento geram problemas intrincados de direito privado, designadamente a respeito da validade de contratos celebrados por empresas de investimento que se encontrem em violação daqueles regimes e da suscetibilidade de aquelas normas poderem fundar pretensões indemnizatórias da parte de clientes (sobre o tema, no direito inglês, por exemplo BLAIR/WALKER/PURVES, *Financial Services Law*, p. 289).

¹⁷⁴³ Numa perspetiva comparatista, GRUNDMANN/HOLLERING, “EC Financial Services and Contract Law”, pp. 45 ss.; no direito alemão, KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), *prenot* §31, p. 1254; MÜLBERT, “Auswirkungen der MiFid-Rechtsakte”, p. 184; no direito inglês, RUSSEN, *Financial Services*, p. 123.

¹⁷⁴⁴ Cf. MÜLBERT, “Auswirkungen der MiFid-Rechtsakte”, p. 184, e “The Eclipse of Contract Law”, p. 320; Cf. M. TISON, “The civil law effects of MiFID”, p. 2633.

¹⁷⁴⁵ Cf. MÜLBERT, “The Eclipse of Contract Law”, p. 320; em sentido próximo, GRUNDMANN/HOLLERING, “EC Financial Services and Contract Law”, p. 62.

¹⁷⁴⁶ À luz da pretendida proibição de *gold plating* que subjaz ao regime da DMIF e atos complementares (pretensão criticada por M. TISON, “Financial Market Integration in the Post FSAP Era”, pp. 445 ss.), o problema não se coloca nos instrumentos (de natureza regulatória) de transposição dos regimes de fonte comunitária, mas antes como possível resultado de um sistema de direito privado ainda mais garantístico — hipótese que, referindo-se ao quadro traçado pelos art. 31 ss. da WpHG, alguma doutrina germânica reputa de improvável (cf. MÜLBERT, “The Eclipses of Contract”, p. 320). É todavia sublinhado que não deve ser excluído o recurso a meios de defesa disponíveis no quadro do direito privado interno, que possam diferir do regime de direito europeu (assim, escrevendo sobre o direito inglês, RUSSEN, *Financial Services*, p. 123; cf., também, BLAIR/WALKER/PURVES, *Financial Services Law*, p. 292).

¹⁷⁴⁷ Em sentido afirmativo, KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), *prenot* §31, p. 1255.

¹⁷⁴⁸ São convergentes as posições doutrinárias a respeito da putativa limitação de responsabilidade dos intermediários financeiros; a natureza imperativa das regras da DMIF — e portanto dos regimes que a transpõem — impede um tal efeito; no direito alemão, por todos, *Kölner Kommentar zum WpHG*/MÖLLERS, §31a, pp. 1277 ss., FUCHS, WpHG (*prenot* §31), p. 1193. Numa perspetiva juscomparativa, M. TISON, “The civil law effects of MiFID”, p. 2633, que salienta ter sido isso mesmo expressamente determinado pela FSA.

esferas puramente privadas cujos interesses (conflitantes) se intersejam com as finalidades prosseguidas pelo regime jurídico previsto na DMIF, em especial as que envolvam terceiros titulares de pretensões incompatíveis com as dos investidores finais. Isso mesmo sucede, extravasando portanto o puro domínio da relação contratual (ou pré-contratual) entre a empresa de investimento e o cliente, a respeito do tema da delimitação da responsabilidade patrimonial do intermediário financeiro, mas também a respeito da oponibilidade da posição jurídica daqueles clientes perante terceiros adquirentes de pretensões incompatíveis sobre um dado património de investimento. Noutros direitos, a transposição da DMIF ocupou-se expressamente desta matéria, não ignorando, em especial, as situações de titularidade de instrumentos financeiros em nome próprio mas por conta de clientes. Como veremos, isso não sucedeu entre nós, pelo menos de forma inequívoca¹⁷⁴⁹.

IV. No direito português, a proteção dos patrimónios de investimento é objeto de regulação específica nos arts. 306.º e seguintes do CdVM¹⁷⁵⁰, no quadro mais amplo da secção daquele diploma que trata da *Organização Interna* dos intermediários financeiros. Permanecendo em vigor, na sua essência, as regras predispostas na versão original do Código, o tema ganhou fôlego adicional com a transposição da DMIF para o ordenamento nacional, com a introdução de um conjunto significativo de novas disposições¹⁷⁵¹ que vieram adensar a malha normativa que enquadra a atuação dos intermediários financeiros. Sendo inequívoca a intenção de consagrar uma disciplina abrangente e detalhada, apta a assegurar a distinção entre património dos intermediários financeiros e património dos respetivos clientes, a interpretação do regime vigente não é isenta de dificuldades. Isso sucede justamente a respeito do alcance e sentido normativo desta disciplina da segregação

¹⁷⁴⁹ Cf. §11.1.

¹⁷⁵⁰ Que formam a Subsecção III, denominada *Salvaguarda dos bens dos clientes*, da Seção II do Título VI — *Intermediação* — do CdVM. Para além destas, é possível encontrar noutros quadrantes regras que visam também tratar a segregação patrimonial valores mobiliários; cf., por exemplo, o art. 100.º/2, que isola os valores mobiliários titulados pertença de clientes de uma eventual insolvência do intermediário financeiro depositário, ou os art. 263.º e 396.º/2/c), que impõem à câmara de compensação e da contraparte central o estabelecimento de uma estrutura de contas apta a assegurar uma adequada segregação patrimonial entre os instrumentos financeiros próprios dos seus membros e os pertencentes aos clientes. Outro exemplo, já referido, é o da disciplina aplicável às sociedades gestoras de patrimónios (cf. art. 5.º do DL n.º 162/94).

¹⁷⁵¹ Para além de alterações ao próprio art. 306.º CdVM, adiante assinaladas, a transposição da DMIF implicou, para o que aqui interessa, a introdução dos novos art. 306.º-A (*Registo e depósito de instrumentos financeiros de clientes*), art. 306.º-B (*Utilização de instrumentos financeiros de clientes*), art. 307.º-C (*Depósito de dinheiro de clientes*) e art. 306.º-D (*Movimentação de contas*).

patrimonial naqueles casos em que o intermediário financeiro surge como titular fiduciário de valores mobiliários por conta de clientes.

Num contexto já marcado pela influência do direito europeu na regulação das atividades de intermediação financeira, a matéria da segregação patrimonial era tratada no Código do Mercado dos Valores Mobiliários. Estabelecia o art. 638.º/1 que *os intermediários financeiros devem contabilizar em separado dos seus próprios os valores mobiliários pertencentes aos clientes ou que detenham por conta destes, respeitando, para o efeito, as regras de contabilidade que sejam fixadas nos termos do artigo anterior*¹⁷⁵². Era evidente o alcance limitado desta norma, que estabelecia de forma genérica um *dever de contabilização separada*, sem porém detalhar o alcance normativo dele decorrente, nem sugerir uma qualquer consequência ao nível da responsabilidade patrimonial do intermediário financeiro, designadamente na sua insolvência. Ainda assim, revelando aderência às práticas disseminadas no mercado mobiliário, aquele regime impunha expressamente a extensão deste *dever de contabilização separada* aos valores mobiliários detidos pelo intermediário financeiro por conta de clientes; *i.e.*, também os deveres mobiliários de que o intermediário financeiro fosse titular fiduciário, por exemplo no quadro de cadeias de titularidade indireta, deveriam ser objeto de inscrição autónoma, mediante o desdobramento em contas internas que permitissem a respetiva imputação subjetiva aos investidores.

O tema da segregação patrimonial nas atividades de intermediação passa a ser objeto de um tratamento mais amplo e detalhado com a entrada em vigor, em 2000, do Código dos Valores Mobiliários. É central o regime disposto no art. 306.º, cujas disposições originárias se mantêm praticamente inalteradas, tendo-lhes depois acrescido um conjunto detalhado de novas regras resultantes da transposição da DMIF¹⁷⁵³. Na esteira do regime de direito europeu então vigente, a matéria surge tratada no quadro dos deveres e procedimentos destinados a assegurar a salvaguarda de bens de clientes, sendo todavia mais evidente a preocupação em isolar a massa de valores mobiliários de clientes de uma possível insolvência do intermediário financeiro. A coordenada central deste regime vem traçada no

¹⁷⁵² O n.º 2 desta disposição atribuía à CMVM poderes para regulamentar as condições de movimentação, utilização e controlo do dinheiro recebido de clientes para realização das operações, ou recebido de terceiros por conta de clientes. Mesmo pouco densificado, este regime traduzia a coordenada central de salvaguarda dos bens de clientes prevista no art. 10.º da DSI.

¹⁷⁵³ Relembre-se que ao tempo da entrada em vigor do CdVM, a DSI constituía o instrumento de direito europeu fundamental no domínio dos serviços financeiros; de resto, isso mesmo é patente na versão originária do art. 306.º, que segue de perto as disposições do art. 10.º DSI.

n.º 1 do art. 306.º CdVM, cuja redação originária permanece em vigor; estabelece-se que *em todos os actos que pratique, assim como nos registos contabilísticos e de operações, o intermediário financeiro deve assegurar uma clara distinção entre os bens pertencentes ao seu património e os bens pertencentes ao património de cada um dos clientes*. É clara a intenção normativa de assegurar uma adequada identificação dos ativos patrimoniais imputáveis, por um lado, à esfera do intermediário (*segregação vertical*) e, por outro, às esferas de cada um dos seus clientes (*segregação horizontal*). Isso mesmo é obtido através da consagração de um dever traçado em termos amplos e abrangentes, objeto de tutela forte — incluindo sancionatória — e que é depois objeto de concretização noutras disposições.

As duas disposições seguintes, que preservam também o teor original, tendo sido apenas objeto de modificações de pormenor¹⁷⁵⁴, destinam-se a tratar os principais riscos de *confusão* tipicamente identificados nas atividades de intermediação financeira: de um lado, o risco de insolvência do intermediário, estabelecendo o art. 306.º/2 CdVM que *a abertura de processo de insolvência, de recuperação de empresa ou de saneamento do intermediário financeiro não tem efeitos sobre os actos praticados pelo intermediário financeiro por conta dos seus clientes*; de outro, o risco de utilização abusiva dos valores mobiliários e dinheiro entregues ao intermediário financeiro, dispondo o n.º 3 daquele preceito que *este não pode, no seu interesse ou no de terceiros, dispor de instrumentos financeiros dos seus clientes ou exercer os direitos a eles inerentes, salvo acordo dos titulares*. O que imediatamente salta à vista, nestas disposições, principalmente quando o seu sentido é contrastado com o das demais que traçam este regime da segregação patrimonial, é a sua potencial *projeção externa*. É que elas não se limitam a impor condições relativas à organização interna do intermediário financeiro; ao invés, projetam-se diretamente não apenas na relação contratual que se estabelece entre o intermediário financeiro e os seus clientes, mas também nas esferas de algumas categorias de terceiros que podem vir a assumir uma pretensão sobre os bens confiados ao intermediário (a saber: credores gerais do intermediário financeiro, num cenário de insolvência deste, e terceiros adquirentes de uma pretensão incompatível com as de clientes).

¹⁷⁵⁴ Resultantes das alterações introduzidas pelo DL n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, que transpôs a DMIF para a nossa ordem jurídica. No n.º 2, foi substituída a referência à *abertura de processo de falência* do intermediário financeiro por *abertura de processo de insolvência*, ao passo que no n.º 3 se substituiu, como em quase todo o CdVM, a expressão *valores mobiliários* por *instrumentos financeiros*. Além disso, o regime previsto no n.º 3 para a disposição de instrumentos financeiros de clientes foi substituído pelas regras detalhadas previstas no art. 306.º-B CdVM.

O quadro dos *princípios gerais* traçado pelo art. 306.^o termina com uma disposição destinada a regular a atuação do intermediário financeiro relativamente a *dinheiro recebido de clientes*, sendo aí determinado que *as empresas de investimento não podem utilizar no seu interesse ou no interesse de terceiros o dinheiro recebido de clientes*. Em linha com o regime de direito europeu, é traçada uma dicotomia entre os intermediários financeiros reconduzíveis apenas à categoria das *empresas de investimento* e aqueles outros que, porque autorizados também para o exercício da atividade bancária, podem receber depósitos. Quanto a esta última categoria, são aplicáveis as regras da atividade bancária, não valendo, em consequência, a proibição de utilizar no seu interesse ou no interesse de terceiros o dinheiro recebido de clientes¹⁷⁵⁵.

Não é evidente o âmbito de aplicação destas disposições, nem imediata a extensão do seu alcance normativo às situações de titularidade fiduciária dos valores mobiliários. Desde logo, apesar de (potencialmente) *virados para fora*, não é claro que destes preceitos resulte um efeito de separação patrimonial e se, portanto, a cominação do art. 306.^o/2 CdVM — ao determinar que a insolvência do intermediário financeiro *não tem efeitos sobre os actos praticados por conta de clientes* — se identifica com (ou, pelo menos, inclui) a criação de uma distinta massa de responsabilidade patrimonial na esfera do intermediário financeiro. Por outro lado, é também perceptível a diferente formulação relativamente à disposição correspondente do Código do Mercado de Valores Mobiliários. Enquanto a lei pregressa se referia a situações de atuação fiduciária por parte do intermediário financeiro, que para efeitos do dever de segregação eram equiparadas às situações de simples custódia, o regime do Código dos Valores Mobiliários deixou cair a fórmula da *detenção por conta*. Pelo menos numa análise superficial, a lei vigente introduziu incerteza onde o Código anterior havia estabelecido um regime claro, deixando de se reconhecer — expressamente, pelo menos — a extensão do regime da segregação patrimonial não apenas *aos valores mobiliários pertencentes aos clientes*, mas também aos que os intermediários financeiros detenham *por conta destes*. Se o abandono desta formulação — de inquestionáveis *tonalidades fiduciárias* — se projeta na determinação do regime aplicável, particularmente na delimitação da esfera

¹⁷⁵⁵ A tutela dos investidores, quanto ao dinheiro por si confiado ao intermediário financeiro que seja simultaneamente um banco é nestes casos assegurada, designadamente, através das regras prudenciais que regulam a atividade bancária, em particular as atinentes aos rácios de solvabilidade (cf. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, p. 487).

de garantia patrimonial do intermediário financeiro nas hipóteses de titularidade indireta de valores mobiliários, é questão de que me ocupo adiante¹⁷⁵⁶.

Problemas paralelos são suscitados pela interpretação do regime autorizatório previsto no art. 306.º/3 CdVM. Também aqui a natureza vaga e descomprometida do texto normativo, que não recorre expressamente à categoria da titularidade para delimitar o âmbito de aplicação da norma, impede a imediata apreensão do alcance desta disciplina, não sendo evidente que ela abarque também situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários. Estará nesses casos o poder de disposição do titular — o intermediário financeiro — intrinsecamente limitado em atenção ao vínculo funcional resultante da relação fiduciária?¹⁷⁵⁷

V. Àquele regime originário do Código dos Valores Mobiliários acresceu, com a transposição da DMIF para o ordenamento interno, um conjunto significativo de disposições que, de forma detalhada, vieram concretizar os chamados *princípios gerais* traçados no art. 306.º CdVM. Num esforço de sistematização, pode dizer-se que esta camada normativa adicional visou detalhar os deveres e procedimentos impostos aos intermediários financeiros relativamente a quatro aspetos essenciais: o registo contabilístico das carteiras de clientes e das operações com impacto nestas¹⁷⁵⁸; o registo e depósito de valores mobiliários junto de terceiros¹⁷⁵⁹; a utilização de valores mobiliários de clientes e o exercício de direitos a estes inerentes¹⁷⁶⁰; e o depósito de dinheiro de clientes¹⁷⁶¹.

Neste quadro, é acentuada a relevância atribuída aos registos contabilísticos internos dos intermediários financeiros¹⁷⁶², não apenas quanto a instrumentos financeiros

¹⁷⁵⁶ Cf. §10.2. Releva ainda, para estas dificuldades interpretativas, a reduzida *tecnicidade* evidenciada pelo texto legal, que emprega noções como a de «*distinção patrimonial*» ou a de «*património pertencente*» sem que seja clara a referência a (ou o suporte em) categorias conceptuais conhecidas. Salienta justamente esta aparente *desorientação* dos recentes impulsos normativos em matérias de serviços de investimento, no ordenamento italiano, LUPOI, *Trusts*, p. 473.

¹⁷⁵⁷ Também aqui se impõe um percurso interpretativo cuidado, que ensaiarei mais adiante (cf. §12.º).

¹⁷⁵⁸ Em particular, os novos números 5 ss. do art. 306.º CdVM e o art. 306.º-D CdVM.

¹⁷⁵⁹ Cf. art. 306.º-A CdVM.

¹⁷⁶⁰ Cf. art. 306.º-B CdVM.

¹⁷⁶¹ Cf. art. 306.º-C CdVM.

¹⁷⁶² Nos termos do art. 306.º/5/a), que segue de perto a formulação do art. 16.º/1/a) da Diretiva n.º 2006/73/CE, exige-se que o intermediário financeiro conserve *os registos e as contas que sejam necessários para lhe permitir, em qualquer momento e de modo imediato, distinguir os bens pertencentes ao património de um cliente dos pertencentes ao património de qualquer outro cliente, bem como dos bens pertencentes ao seu próprio*

custodiados junto de terceiros¹⁷⁶³, mas essencialmente a respeito da utilização das *contas globais*, aquelas em que o intermediário financeiro agrega instrumentos financeiros pertencentes a mais do que um cliente, ou a clientes e ao intermediário financeiro¹⁷⁶⁴. No que pode ser visto como o *embrião* da disciplina das práticas de *pooling* o nosso ordenamento, são impostos deveres rigorosos de conservação e atualização dos registos internos, para além de deveres de reconciliação periódica entre tais registos internos e as contas de titularidade dos instrumentos financeiros (abertas junto do próprio intermediário financeiro ou junto de terceiro)¹⁷⁶⁵. Mesmo em face de uma teia normativa (ainda?) ligeira, ressalta desta disciplina o reconhecimento implícito de que, não obstante o sistema de titularidade direta de valores mobiliários entre nós consagrado, as posições de investimento dos clientes podem estar afinal refletidas não em contas de titularidade de valores mobiliários, mas antes e apenas nos registos internos do intermediário financeiro. Isto dito, é também verdade que este avanço não chega sequer perto de uma regulação abrangente deste tipo de práticas — e do modelo de titularidade indireta que lhe está subjacente —, não tratando os principais problemas jurídicos suscitados pelo recurso a contas *omnibus*.

património, devendo ainda, nos termos da al. b) do mesmo preceito, *manter os registos e contas organizados de modo a garantir a sua exactidão e, em especial, a sua correspondência com os instrumentos financeiros e o dinheiro de clientes*.

¹⁷⁶³ Transpondo para o ordenamento interno o art. 16.º/1/d) da Diretiva n.º 2006/73/CE, determina a al. d) do art. 306.º que o intermediário financeiro deve *tomar as medidas necessárias para garantir que quaisquer instrumentos financeiros dos clientes, depositados ou registados junto de um terceiro, sejam identificáveis separadamente dos instrumentos financeiros pertencentes ao intermediário financeiro, através de contas abertas em nome dos clientes ou em nome do intermediário financeiro com menção de serem contas de clientes, ou através de medidas equivalentes que garantam o mesmo nível de protecção*. Sempre que o intermediário financeiro proceda ao registo ou depósito de instrumentos de clientes junto de terceiros, impõe o art. 306.º-A — transpondo quase à letra o regime de direito europeu (cf. art. 17.º da Diretiva n.º 2006/73/CE) — um conjunto de deveres de cuidado e diligência na seleção do terceiro custodiante e acompanhamento da situação de custódia (cf. n.º 2 e n.º 3 do art. 306.º-A CdVM).

¹⁷⁶⁴ Regula-se ainda parcialmente a segregação do dinheiro de clientes: dispõe a al. e) do art. 306.º/5, de forma idêntica ao que vem disposto pelo art. 16.º/1/e) da Diretiva n.º 2006/73/CE, que o intermediário financeiro deve *tomar as medidas necessárias para garantir que o dinheiro dos clientes seja detido numa conta ou em contas identificadas separadamente face a quaisquer contas utilizadas para deter dinheiro do intermediário financeiro*. Este tema é depois tratado em maior detalhe no já referido art. 306.º-C.

¹⁷⁶⁵ Impõe a al. c) do art. 306.º/5 que o intermediário financeiro realize, com a frequência necessária e, no mínimo, com uma periodicidade mensal, reconciliações entre os registos das suas contas internas de clientes e as contas abertas junto de terceiros, para depósito ou registo de bens desses clientes. Detetadas eventuais divergências, deve o intermediário financeiro prover pela sua pronta regularização (cf. art. 306.º/8 CdVM), devendo as mesmas ser comunicadas à CMVM se persistirem por mais do que um mês (cf. art. 306.º/9 CdVM). O alcance organizatório e procedimental destas normas é ainda acentuada pela previsão genérica, na al. f) do mesmo preceito, de um dever de implementação, pelo intermediário financeiro, de disposições organizativas para minimizar o risco de perda ou de diminuição de valor dos ativos dos clientes ou de direitos relativos a esses ativos, como consequência de utilização abusiva dos ativos, de fraude, de má gestão, de manutenção de registos inadequada ou de negligência.

Já a respeito da utilização de instrumentos financeiros de clientes, vale o regime plasmado no art. 306.º-B CdVM, que — seguindo de perto as coordenadas impostas pela DMIF, e vindo em concretização no disposto no art. 306.º/3 CdVM —, vem sujeitar esta prerrogativa do intermediário financeiro à obtenção de autorização prévia e expressa do cliente¹⁷⁶⁶, impondo regras específicas para os casos em que o intermediário financeiro pretende utilizar em nome próprio instrumentos financeiros que se encontram inscritos numa conta global¹⁷⁶⁷. É, também aqui, inquestionável o reconhecimento da relevância social das práticas assentes nas contas *jumbo*, que são merecedoras de tratamento normativo expresso a respeito deste fenómeno de *proprietary trading*¹⁷⁶⁸. Adiante veremos como o que verdadeiramente distingue este regime é o facto de ele, sob um aparente propósito restritivo, vir afinal *abrir a porta* a uma atuação para a qual o intermediário financeiro não teria — por regra, pelo menos — legitimidade plena¹⁷⁶⁹.

Em jeito de avaliação intercalar do regime descrito, salta à vista, de imediato, uma (pelo menos aparente) confusão conceptual, que importa clarificar. Vejamos: na ciência jurídica, a locução *separação* (ou *segregação*) patrimonial designa tipicamente um efeito jurídico, a consequência de uma determinada disciplina relacionada com a responsabilidade do devedor. Ora, a simples leitura destas disposições previstas nos arts. 306.º ss. CdVM torna imediatamente perceptível a sobreposição de dois planos distintos, ainda que eventualmente interligados. De um lado, a lei parece consagrar — mesmo sem um alcance absolutamente claro — um *efeito* de separação patrimonial (cf. art. 306.º/2 CdVM); de outro lado, a segregação patrimonial surge enquanto *procedimento* de natureza eminentemente comportamental, que se materializa numa complexa malha de deveres impostos aos intermediários financeiros destinados a assegurar *de facto* uma completa separação do

¹⁷⁶⁶ Impondo, acessoriamente, que o intermediário financeiro mantenha nos seus registos informação sobre as autorizações prestadas por clientes, as condições autorizadas e a quantidade de instrumentos financeiros utilizados de cada cliente, de modo a permitir a atribuição de eventuais perdas (cf. art. 306.º-B/3).

¹⁷⁶⁷ Cf. art. 306.-B/2 CdVM.

¹⁷⁶⁸ Por fim, a transposição da DMIF resultou ainda na introdução no ordenamento interno de regras detalhadas relacionadas com o depósito de dinheiro de clientes. É apenas às designadas *empresas de investimento* — não habilitadas a receber depósitos — que se destina o regime rigoroso previsto no art. 306.º-C CdVM. Seguindo de perto o quadro traçado pelo art. 18.º da Diretiva n.º 2006/73/CE, são impostas restrições quanto às entidades depositárias elegíveis (cf. n.º 1 do art. 306.º/-C CdVM), bem como estabelecidos deveres de cuidado e diligência na seleção do terceiro custodiante (cf. art. 306.º-C/3 CdVM) e procedimentos a respeitar pela empresa de investimento (cf. art. 306.º-C/4 CdVM). Relevante é ainda a norma plasmada no art. 306.º-C/2 CdVM, que vem permitir que as contas para depósito destes fundos sejam abertas em nome da empresa de investimento, podendo respeitar a um único cliente ou a uma pluralidade, uma vez mais legitimando as práticas de *pooling*.

¹⁷⁶⁹ Cf. §12.º.

património dos investidores¹⁷⁷⁰. Esta sobreposição de planos, está de resto na base de um conjunto de dificuldades interpretativas, que serão mais adiante notadas. Em particular, interessa determinar se a *segregação patrimonial enquanto procedimento* constitui um pressuposto da *segregação patrimonial enquanto efeito*, ou se, ao invés, este se produz independentemente do respeito, pelo intermediário financeiro, dos deveres de separação patrimonial a que se encontra adstrito, designadamente os relacionados com a manutenção dos registos (internos) com a alocação dos tipos e quantidades de valores mobiliários a cada cliente, e com a custódia junto de terceiros, quando aplicável¹⁷⁷¹.

VI. Mesmo antes do seu eventual impacto nas esferas de terceiros, a dúvida que imediatamente suscita esta disciplina da segregação patrimonial nas atividades de intermediação financeira prende-se com a sua projeção na relação contratual que se estabelece entre intermediário financeiro e investidor. Dúvida esta que nos remete para o debate mais amplo — a que aqui poderá apenas ser feita uma breve referência — em torno da própria natureza e alcance normativo da disciplina da intermediação financeira.

Seguindo de perto o teor dos instrumentos de direito europeu cuja transposição operou, o regime descrito denota uma evidente natureza público-administrativa, sendo marcado o seu cariz *organizatório e procedimental*. A natureza *juspublicista* destas regras resulta não apenas da ênfase atribuída à prossecução de um interesse público, que subjaz a todo este quadro normativo, mas também da circunstância de ser atribuído à CMVM um conjunto amplo de poderes para monitorizar o cumprimento, emitir diretivas interpretativas, e aplicar sanções¹⁷⁷². Nesta perspetiva, a disciplina da intermediação financeira e, especificamente, as regras de conduta e organizacionais que a compõem são demonstração eloquente de um renovado paradigma de intervenção pública nos mercados¹⁷⁷³. Foi tema que abordei noutro local, aí a respeito da disciplina da informação

¹⁷⁷⁰ Cf. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 426-427, referindo-se ao art. 22 t.u.f., que trata precisamente do tema da segregação patrimonial dos intermediários financeiros (cf. §11.1), nota também que este assenta simultaneamente numa perspetiva estática — o *efeito de separação patrimonial* — e numa perspetiva dinâmica — o *dever de segregação patrimonial*.

¹⁷⁷¹ Suscitando esta questão, a respeito da interpretação do art. 22.º t.u.f., B. INZITARI, *Segregazione del patrimonio della clientela presso l'intermediario finanziario*, p. 498.

¹⁷⁷² Em termos próximos, escrevendo a respeito da disciplina da intermediação financeira no direito alemão, FUCHS, WpHG (*prenot.* §31), p. 1194.

¹⁷⁷³ A progressiva privatização e *desestadualização* da economia, cujo efeito imediato foi a diminuição do papel do *Estado empresário* e do *Estado prestador de serviços públicos*, afastou o poder público de uma

aplicável aos emitentes de valores mobiliários¹⁷⁷⁴, mas cujas coordenadas fundamentais cabe aqui recordar, até porque, sendo transponíveis para o quadro normativo em análise, elas contribuem para a respetiva compreensão. Releva que, nesta disciplina da segregação patrimonial, a autoridade de supervisão — qual *guardiã da regularidade jurídica*¹⁷⁷⁵ — é remetida para uma função de *controlo e garantia*¹⁷⁷⁶, incidente sobre o comportamento dos intermediários financeiros e destinada a escutinar a conformidade da conduta destes perante os preceitos legais aplicáveis. Recuperando uma expressão anteriormente utilizada¹⁷⁷⁷, existem neste contexto *pautas de conduta* (para particulares, os intermediários financeiros), que se traduzem em *pautas de supervisão* que a CMVM é chamada a assegurar¹⁷⁷⁸.

Estas características têm uma importante consequência, bem reveladora da fluidez das fronteiras que, neste domínio, separam direito público e direito privado: é que o destinatário principal da disciplina (publicista) não é mais em exclusivo a autoridade administrativa — no caso, a CMVM; tal disciplina constitui antes uma *norma de*

intervenção direta e «*politico-dirigística*» (cf. SEGNI, “I Mercati e I Valori Mobiliari”, p. 2196.), passando antes a assumir uma presença indireta, caracterizada pela assunção de um dever de vigilância e garantia do desenvolvimento crescentemente privatizado das atividades económicas. Numa perspetiva orgânico-subjetiva, esta função de regulação passa a ser confiada a entidades que se encontram fora de um controlo direto do poder político: a função do Estado Regulador passa a ser entregue, de acordo com um modelo *policêntrico* (cf. CARINGELLA, *Corso*, p. 619) a entidades administrativas independentes e autónomas (cf., por exemplo, CASSESE, *Le Basi del Diritto Amministrativo*, p. 440). Sobre o tema, na literatura nacional, por exemplo, VITAL MOREIRA/FERNANDA MAÇAS, *Autoridades Reguladoras Independentes*, pp. 9 ss.; P. OTERO, *Legalidade e Administração Pública*, pp. 315 ss.; P. GONÇALVES, *Entidades Privadas com Poderes Públicos*, pp. 140 ss. Especificamente sobre a regulação dos mercados de capitais, L. CATARINO, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros*, pp. 33 ss. Na doutrina estrangeira, a evolução do direito administrativo nas suas relações com a economia é objeto de vastíssima literatura; para além das obras citadas, veja-se FREEMAN, “The Private Role in Public Governance”, pp. 543 ss.; DURET, “Autorità ed Agenzie e l’Amministrazione in Cammino”, pp. 3 ss.; DAROCA, *La crisis de identidad del derecho administrativo*.

¹⁷⁷⁴ Cf. A. FIGUEIREDO, “A Informação difundida no Mercado de Valores Mobiliários”, pp. 65 ss.

¹⁷⁷⁵ P. OTERO, “A Competência da CMVM”, p. 684; L. CATARINO, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros*, pp. 266 ss. assinala uma *função de vigilância administrativa*.

¹⁷⁷⁶ Sobre este fenómeno de *garantia privada do direito privado*, remeto para o que mais desenvolvidamente escrevi em “A Informação difundida no Mercado de Valores Mobiliários” p. 82 e pp. 93 ss.

¹⁷⁷⁷ Cf. A. FIGUEIREDO, “A Informação difundida no Mercado de Valores Mobiliários”, p. 81.

¹⁷⁷⁸ Assim, MAÇAS/CATARINO/CARDOSO COSTA, “O Contencioso das Decisões das Entidades Reguladoras do Sector Económico-Financeiro”, p. 421. Donde resulta o que alguma doutrina qualifica como prossecução *mediata* ou *reflexa* do interesse público, porquanto o propósito da tutela do investidor é prosseguido, *mediatamente* ou *por reflexo*, como consequência do controlo exercido sobre os requisitos que são estabelecidos para o exercício por privados de uma determinada atividade (cf. L. TORCHIA, *Il Controllo Pubblico della Finanza Privata*, 441 ss.). Adaptando o que anteriormente escrevi a respeito da disciplina da informação (“A Informação difundida no Mercado de Valores Mobiliários”, pp. 85-86), a atuação da CMVM, restringindo-se o seu objeto exclusivo e imediato à verificação e controlo das regras de conduta e de organização dos intermediários financeiros, esgota-se aí, surgindo a prossecução do interesse público não de forma direta e autoritária, mas como reflexo do cumprimento daquelas regras de conduta.

comportamento para o particular — *i.e.*, o intermediário financeiro —, a quem cabe a *aplicação* da regra, sendo a autoridade administrativa remetida para o exercício da referida *atividade de controlo*¹⁷⁷⁹, atuando de forma *neutral* e independente face aos concretos interesses em jogo¹⁷⁸⁰. A disciplina da intermediação, como outras no domínio do direito administrativo do mercado de valores mobiliários, gera uma verdadeira relação *trilateral*, na qual a autoridade surge fora do eixo principal da relação jurídica que se desenvolve no mercado e que é objeto da disposição legal¹⁷⁸¹. Precisamente porque a *relação principal* que justifica a intervenção pública é uma relação de direito privado, estabelecida entre particulares, encontrando-se a autoridade administrativa fora do seu eixo essencial, surge a dúvida do eventual impacto direto desta disciplina da intermediação financeira no próprio conteúdo da relação contratual — exclusivamente *jusprivada* — que se estabelece entre intermediário financeiro e cliente.

A relevância deste problema não é puramente conceptual, projetando-se em importantes aspetos de regime. Se for afirmada a natureza exclusivamente juspublicista desta disciplina da intermediação — e, especificamente, do dever de segregação patrimonial — a produção de efeitos naquela relação contratual de intermediação será sempre indireta, ou reflexa, fundada designadamente na tutela delitual da violação de normas de proteção (de interesses individuais ou do tráfego), mas sem impacto direto no programa prestacional a que o intermediário financeiro está vinculado. Inversamente, se for valorizada esta configuração do *direito administrativo de garantia* e se, em consequência, se conceber uma aplicação direta desta disciplina também na relação de direito privado estabelecida entre intermediário financeiro e cliente — possivelmente enquadrando-a na categoria dogmática dos deveres acessórios —, serão outras as consequências de regime: estes deveres a que o intermediário financeiro se encontra adstrito passarão a ser objeto de tutela contratual, o

¹⁷⁷⁹ Cf. L. TORCHIA, *Il Controllo Pubblico della Finanza Privata*, p. 500. Sobre o impacto desta evolução do direito administrativo na dualidade entre direito público e direito privado, cf. a análise profunda de P. GONÇALVES, *Entidades Privadas com Poderes Públicos*, pp. 228 ss.

¹⁷⁸⁰ Sobre esta característica da *neutralidade* da atuação da CMVM, enquanto critério decisório, cf. A. FIGUEIREDO, “A Informação difundida no Mercado de Valores Mobiliários”, pp. 83 ss. Em geral sobre a neutralidade típica das autoridades reguladoras independentes, na doutrina portuguesa, VITAL MOREIRA/MAÇAS, *Autoridades Reguladoras Independentes*, pp. 29 ss.; P. OTERO, “A Competência da CMVM”, pp. 324 ss.

¹⁷⁸¹ Numa posição de *terceiridade* — cf., mais detalhadamente, A. FIGUEIREDO, “A Informação difundida no Mercado de Valores Mobiliários”, pp. 81 ss. É precisamente a este caráter de *terceiridade* que se refere P. OTERO, “A Competência da CMVM”, p. 325, quando indica que a autoridade administrativa surge como «*árbitro*» ou *garante das regras do jogo*, mostrando-se acima, ou fora do conflito de interesses que lhe compete dirimir. Cf., também, L. CATARINO, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros*, pp. 324 ss.

que terá impacto não apenas na eventual invalidade de cláusulas contrárias àquela disciplina, mas também nos meios de reação perante situações de incumprimento¹⁷⁸².

10.2 A projeção da disciplina da segregação patrimonial na relação contratual entre intermediário financeiro e cliente: o dever de separação de patrimónios

I. Notei atrás que a natureza *público-administrativa* das regras sobre intermediação financeira vertidas na DMIF — e, especificamente, as chamadas regras de conduta e os deveres organizacionais —, natureza que é partilhada pelos instrumentos de transposição para os direitos internos, não impediu a eclosão de um debate, particularmente intenso na literatura alemã, em torno da eventual *extensão* daquele quadro normativo para certos domínios do direito privado, em especial para o domínio do direito dos contratos. No cerne do problema reside uma opção de fundo *ou* por uma projeção apenas reflexa da disciplina da intermediação financeira na relação de direito privado estabelecida entre intermediário financeiro e cliente, que se materializaria, essencialmente, no campo da responsabilidade delitual; *ou* por uma projeção direta no próprio conteúdo da relação contratual — criando obrigações do intermediário financeiro face ao cliente, e reflexamente direitos deste invocáveis perante o primeiro —, solução que, em caso de incumprimento e para além das sanções impostas pela autoridade de supervisão, abriria as portas ao recurso pelo cliente aos (mais efetivos) mecanismos da tutela contratual. Pretendo agora *trazer* este debate para o direito português e avaliar o impacto das regras vertidas nos art. 306.º ss. CdVM no programa prestacional que vincula o intermediário financeiro; o foco será colocado naquelas situações que revestem natureza fiduciária, em que o primeiro surge como titular de valores mobiliários em nome próprio mas por conta do segundo¹⁷⁸³.

¹⁷⁸² Esta ambivalência quando à natureza jurídica da disciplina da intermediação financeira é, como comecei por dizer, reconduzível ao impasse em que se encontra a atualização das próprias construções teóricas e dogmáticas em torno da distinção entre o direito privado e o direito público, atualização esta tornada necessária em resultado da alteração do paradigma de intervenção estadual na economia. Refere-se “à *ausência de consequências claras na nossa doutrina*” da chamada “*privatização global da economia*”, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral I)*, pp. 52-53.

¹⁷⁸³ Antes de avançar, impõe-se um conjunto de advertências, necessárias para enquadrar a análise anunciada. Desde logo, importa reiterar que este problema da projeção da disciplina da intermediação financeira nas relações de direito privado estabelecidas entre intermediários financeiros e investidores tem na sua base a discussão, bem mais ampla e complexa, em torno das próprias fronteiras entre direito privado e

II. Na doutrina alemã, sendo indiscutível o reconhecimento de um efeito de *irradiação* para certos domínios do direito privado da disciplina da intermediação financeira, divergem as opiniões quanto ao seu fundamento, quanto à sua extensão e, em consequência, quanto às consequências de regime que lhe surgem associadas¹⁷⁸⁴. Apesar de se tratar de um debate ainda em aberto, ou talvez precisamente por causa disso, interessa percorrer os termos em que ele decorre, preparando o terreno para depois tomar posição acerca da natureza e extensão do impacto do regime da *salv guarda de bens de clientes* (cf. art. 306.º CdVM ss.). Podem naquele ordenamento ser identificadas três correntes distintas, ainda que parcialmente sobrepostas; todas elas reconhecem que a regulação das atividades de intermediação prevista no *WpGH* — instrumento que, em grande medida, transpõe a DMIF para o ordenamento interno — consubstancia um regime de direito público, destinado a enquadrar a supervisão comportamental dos intermediários financeiros¹⁷⁸⁵. As

direito público. Apesar de ocupar os juristas ocidentais desde há séculos, o tema apresenta hoje contornos marcadamente incertos, fruto da evolução dos paradigmas de intervenção pública nos mercados e do consequente impacto na morfologia e finalidades do direito administrativo hodierno. Compreensivelmente, a economia e coerência destas páginas não permitem descrever — nem sequer de forma sumária — os termos em que se desenvolve esta discussão fundamental, e muito menos tomar nela uma posição de fundo. Adotando uma postura prudente, em face de um quadro dogmático e teórico ainda não consolidado, interessa essencialmente colher alguns frutos do debate que, especificamente a respeito da disciplina da intermediação financeira e em particular na sequência dos sucessivos impulsos europeus nesta matéria, se desenrola noutros direitos, a fim de avaliar o âmbito normativo da disciplina da segregação patrimonial no quadro das atividades de intermediação financeira, e só desta. Isto sem prejuízo de as conclusões formuladas poderem ser extrapoladas para outras matérias da disciplina da intermediação financeira, em particular aquelas disposições que encerrem ou regras de conduta ou regras de organização. Aliás, no direito alemão, o debate em torno deste efeito reflexo das normas de transposição da DMIF para o direito dos contratos radica essencialmente na análise do §31WpGH, que constitui o preceito central da disciplina da intermediação financeira, ao consagrar o princípio geral de prossecução dos interesses de clientes (análogo ao art. 304.º CdVM). Para além de delimitar o âmbito da análise à disciplina da segregação patrimonial dos intermediários financeiros, é importante relembrar que ela não se aplica exclusivamente — nem sequer principalmente — às situações de titularidade indireta de valores mobiliários. Na verdade, os arts. 306.º ss. CdVM destinam-se a ser aplicados genericamente à guarda de valores mobiliários e dinheiro por intermediários financeiros por conta de cliente e, portanto, também às hipóteses (mais comuns) de custódia em nome do próprio cliente — que não configuram situações de titularidade fiduciária, mas apenas, consoante os casos, de registo e depósito de valores e dinheiro. Impõe-se, por isso, uma delimitação adicional: a situação jurídica padrão que serve de referência à análise que se segue pressupõe uma atuação do intermediário financeiro de tipo fiduciário, enquanto titular em nome próprio dos valores mobiliários (e dinheiro) mas por conta de clientes. Por isso, será dada ênfase ao conjunto de regras que encontram aplicação nesse caso, em que a *segregação como procedimento* surge como mecanismo particularmente apto para evitar comportamentos oportunistas da parte de um intermediário financeiro a atuar em nome próprio, mas vinculado à prossecução de um interesse alheio. Por fim, a economia destas páginas não é também compatível com um tratamento aprofundado da responsabilidade contratual do intermediário financeiro, da sua natureza, do seu regime e dos seus efeitos característicos; este tema, que mereceu já entre nós estudos detalhados e que é amplamente debatido na literatura estrangeira, será por isso objeto de uma análise necessariamente parcelar, pretendendo-se unicamente uma aplicação bem delimitada do instituto no quadro da disciplina da segregação patrimonial.

¹⁷⁸⁴ Para um resumo do estado atual do debate, BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, pp. 457 ss.

¹⁷⁸⁵ Cf. SCHWARK, *Kapitalmarktsrechts* (§34a), p. 1347.

divergências surgem depois na forma como é reconhecido e enquadrado dogmaticamente o impacto daquela disciplina nas relações de direito privado entre as empresas de investimento e os seus clientes.

Parte significativa da doutrina funda os efeitos civis (*zivilrechtliche Wirkungen*¹⁷⁸⁶) da disciplina da intermediação financeira a partir da qualificação da generalidade das regras nela predispostas — e especificamente do §31WpGH, que consagra o dever genérico de prossecução dos interesses do cliente — como *normas de proteção*, cuja violação seria passível de gerar responsabilidade delitual (cf. §823.2 BGB), se e quando verificados os respetivos pressupostos. Aquelas regras não teriam apenas como propósito a proteção do regular funcionamento do mercado de valores mobiliários, mas encerrariam ainda no seu alcance normativo a proteção patrimonial de cada investidor¹⁷⁸⁷. Indo um pouco mais longe, outros autores, afirmando ainda a natureza eminentemente regulatória da disciplina da intermediação financeira, reconhecem-lhe, ao mesmo tempo, a produção reflexa de efeitos nas esferas de privados e, portanto, um efeito de *irradiação* para o direito privado (*Ausstrahlungswirkung*)¹⁷⁸⁸. De acordo com este segundo entendimento, tais efeitos não se limitariam à tutela delitual do investidor; aquele quadro regulatório da intermediação financeira transbordaria, reflexamente, para o conteúdo da relação contratual, através da atuação de *válvulas gerais* do sistema, como o princípio da confiança nas relações bancárias¹⁷⁸⁹, o princípio da boa fé¹⁷⁹⁰, ou os deveres aplicáveis na fase pré-contratual¹⁷⁹¹. Além disso, o cumprimento daquela disciplina regulatória pelo intermediários financeiros, que se vem consolidando no mercado, consubstanciaria uma prática consuetudinária, materializada em *regras de experiência* e padrões de atuação profissional¹⁷⁹², a valorizar na interpretação das declarações contratuais e pré-contratuais das partes¹⁷⁹³ e servindo para

¹⁷⁸⁶ Cf. BENICKE, Wertpapiervermögensverwaltung, p. 457.

¹⁷⁸⁷ Vejam-se, neste sentido, P. BALZER, *Vermögensverwaltung*, pp. 156 ss.; HOPT, “Grundsatz und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz”, p. 160.

¹⁷⁸⁸ Neste sentido, BLIESENER, *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten*, pp. 140 ss.; KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §34a, p. 1254; SCHWARK, *Kapitalmarktsrechts* (prenot. §31), pp. 1277 ss.; M. ZIMMERMAN, “Privatrecht im Kapitalmarktrecht der Gemeinschaft”, p. 44

¹⁷⁸⁹ Cf. FUCHS, *WpHG*, prenot. §31, p. 1197.

¹⁷⁹⁰ Cf. FUCHS, *WpHG*, prenot. §31, p. 1197; SCHWARK, *Kapitalmarktsrechts* (prenot. §31), p. 1289.

¹⁷⁹¹ SCHWARK, *Kapitalmarktsrechts* (prenot. §31), p. 1289.

¹⁷⁹² Cf. BLIESENER, “Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten”, pp. 158-159.

¹⁷⁹³ Constituindo o §157BGB o fundamento normativo para a relevância (contratual) daquele costume (cf. BLIESENER, *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten*, pp. 158 ss.).

concretizar (indiretamente) os deveres dos intermediários financeiros¹⁷⁹⁴, ainda que apenas na falta de disposição contratual específica¹⁷⁹⁵. Comum a estas duas posições — que nem sempre surgem perfeitamente demarcadas entre si¹⁷⁹⁶ — é a caracterização das normas que compõem a disciplina da intermediação como normas exclusivamente público-administrativas, reconhecendo-lhes efeitos apenas *indiretos* (ou *reflexos*) nas esferas de privados¹⁷⁹⁷ e acolhendo o tradicional dualismo direito público/direito privado¹⁷⁹⁸.

Ainda minoritária, surge depois a doutrina da chamada *dupla natureza* (*Doppelnatur*)¹⁷⁹⁹, que — pressupondo a superação da tradicional dicotomia entre direito público e direito privado¹⁸⁰⁰ — concebe o regime da intermediação financeira simultaneamente como regulação *público-administrativa* das atividades de intermediação e como regulação *jusprivada* das relações contratuais entre intermediários financeiros e clientes¹⁸⁰¹. Segundo este entendimento, o campo de aplicação desta disciplina incluiria, *diretamente*, também aquelas relações contratuais e pré-contratuais — algo que não seria vedado pelo quadro de direito europeu que lhe serve de inspiração —, não estando a sua modificação na disposição das partes¹⁸⁰². Assim sendo, aquele regime contribuiria para a

¹⁷⁹⁴ Cf. M. ZIMMERMAN, “Privatrecht im Kapitalmarktrecht der Gemeinschaft”, p. 38.

¹⁷⁹⁵ Esta natureza subsidiária é apontada por BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, p. 475, considerando-a uma das desvantagens desta doutrina da *irradiação*.

¹⁷⁹⁶ FUCHS, *WpHG*, *prenot.* §31, pp. 1193 ss., tomando posição pela teoria da irradiação, conclui pela caracterização da generalidade das normas de conduta que compõem a disciplina da intermediação financeira do WpHG como normas de proteção para efeitos de responsabilidade delitual (p. 1204 ss.)

¹⁷⁹⁷ Assim, M. ZIMMERMAN, “Privatrecht im Kapitalmarktrecht der Gemeinschaft”, pp. 38 ss. (p. 44); também, SCHWARK, *Kapitalmarktrechts* (*prenot.* §31), pp. 1277-1278.

¹⁷⁹⁸ Sendo rejeitados eventuais desvios às teorias desenvolvidas na doutrina para explicar (e impor) este dualismo; assim, FUCHS, *WpHG*, *prenot.* §31, p. 1194.

¹⁷⁹⁹ Os autores que sustentam esta posição partem de um pressuposto comum — e inverso do que subjaz às outras construções — que é a rejeição de um sistema dogmático assente num estrito dualismo entre regras de direito público e regras de direito privado, que seria, na verdade, incompatível com o direito hodierno (cf. LEISCH, *Informationspflichten nach §31 WpHG*, pp. 45 ss.; *Kölner Kommentar zum WpHG/MÖLLERS*, §31, p. 1227). O primeiro autor, por exemplo, demonstra como o recurso às teorias da subordinação, modificada do sujeito ou do interesse não permite, conclusivamente, reconduzir a disciplina da intermediação financeira nem ao direito público, nem ao direito privado, sugerindo em consequência a sua *Doppelnatur* (cf. p. 69).

¹⁸⁰⁰ Defendem este entendimento, designadamente, N. LANG, “Doppelnormen im Recht der Finanzdienstleistungen”, pp. 294 ss.; LEISCH, *Informationspflichten nach §31 WpHG*, pp. 44 ss. e 68 ss.; *Kölner Kommentar zum WpHG/MÖLLERS*, §31, pp. 1276 ss.; NIKOLAUS/D’OLEIRE, “Aufklärung über “Kick-backs” in der Anlageberatung”, p. 2130; VEIL, “Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung”, pp. 1825 ss.; WEICHERT /WENNINGER, “Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen” pp. 635 ss.

¹⁸⁰¹ Cf. BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, p. 467, aponta a natureza *ambivalente* desta disciplina: nas relações entre intermediário financeiro e cliente, ela serve uma função de direito privado; nas relações com o regulador, reveste natureza de direito público.

¹⁸⁰² Cf. *Kölner Kommentar zum WpHG/MÖLLERS*, §31, p. 1277.

densificação (ou mesmo para um processo de *Kodifizierung*¹⁸⁰³) dos deveres acessórios devidos pelas partes¹⁸⁰⁴, diminuindo o espaço de intervenção das coordenadas gerais do sistema, em particular o comando da boa fé¹⁸⁰⁵. De um prisma dogmático, a aceitação desta *dupla natureza* — que na literatura é sustentada especificamente a respeito do dever de segregação patrimonial imposto aos intermediários financeiros¹⁸⁰⁶ — assenta na consideração de que esta disciplina prossegue em simultâneo objetivos de interesse público, relacionados com a supervisão (pública) das atividades de intermediação, e objetivos de interesse privado, relacionados com a responsabilização (privada) dos intermediários em caso de incumprimento em prejuízo de clientes¹⁸⁰⁷.

Em suma, o lastro deixado pelo tradicional dualismo entre direito público e direito privado lançou o debate doutrinal por caminhos divergentes, que se separam no enquadramento conceptual adotado, mas fundamentalmente nas consequências de regime a que conduzem as diferentes posições. Assim, a tutela do investidor cresce e intensifica-se à medida que vai sendo reconhecido um maior grau de *penetração* da disciplina da intermediação financeira no direito privado. Essa tutela será menor para os que limitam uma tal penetração à verificação dos (apertados) pressupostos da responsabilidade delitual, que, para além de dependerem da caracterização de regras específicas como *normas de proteção*, não asseguram sempre uma composição adequada dos interesses em jogo em caso de lesão do cliente. Inversamente, a tutela será mais intensa quando, superando aquele dualismo, a disciplina da intermediação financeira é concebida (também) como um regime

¹⁸⁰³ Cf. BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, p. 458.

¹⁸⁰⁴ Assim, LEISCH, *Informationspflichten nach §31 WpHG*, p. 70, apontando como fundamentos dogmáticos para a projeção destes deveres na relação contratual os §§ 241 e 311 BGB.

¹⁸⁰⁵ Cf. *Kölner Kommentar zum WpHG*/MÖLLERS, §31, p. 1276.

¹⁸⁰⁶ *Kölner Kommentar zum WpHG*/MÖLLERS, §34a, p. 1540 e p. 1562, assinala a natureza simultaneamente pública e privada do regime resultante do §34a WpHG (já atrás analisado — cf. nota 1637). Para além de revestir um inequívoco cariz regulatório, impondo regras de conduta escrutináveis pela autoridade de supervisão das atividades de intermediação, este dever de segregação patrimonial projetar-se-ia de forma direta e imperativa no conteúdo da relação contratual entre a empresa de investimento e os seus clientes, assumindo-se como um verdadeiro dever acessório no quadro daquela relação contratual, do tipo dos previstos no §241.2BGB. Concebendo esta norma como mais próxima das regras de conduta do que das regras de cariz organizacional — uma vez que se projetaria diretamente nas relações com os clientes, e não apenas na organização interna do intermediário financeiro —, o autor considera ainda este dever uma concretização do dever geral de prossecução dos interesses de clientes. Para além deste dever de segregação, a disposição impõe outros deveres que se repercutem no conteúdo da relação contratual, como seja a obrigação de prestar informação periódica ao cliente acerca da modalidade de depósito adotada, bem como sobre as contas em que se encontram depositados os respetivos fundos (cf. §§34a.1 e 34a.3 WpHG).

¹⁸⁰⁷ Cf. BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, pp. 478 ss.

de direito privado, solução que permite, nomeadamente, convocar os institutos destinados a assegurar o pontual cumprimento dos contratos.

III. Entre nós, a discussão em torno da natureza e alcance normativo da disciplina da intermediação financeira não apresenta um grau de desenvolvimento comparável com o que sucede no direito alemão. Mas, acima de tudo, salta à vista a diferente *direção* que tomou o estudo do eventual reflexo daquelas *pautas de supervisão* a que está adstrito o intermediário financeiro na relação contratual com os seus clientes, que é quase sempre enquadrado, e de imediato, no tema da responsabilidade civil do intermediário financeiro. Provavelmente devido à relevância de alguns elementos normativos, de que o art. 304.º-A CdVM constituirá manifestação central, faltou na doutrina portuguesa um debate em torno da justificação dogmática da projeção da disciplina (pública) da intermediação financeira nas relações (privadas) entre intermediário financeiro e cliente. Essa projeção é pura e simplesmente assumida, não se explicitando, de forma cuidada, com que fundamento, em que moldes e com que alcance pode uma disciplina de pendor público-administrativo ver a sua relevância normativa transbordar para relações sujeitas ao direito privado. Evitando esta discussão, o acervo de regras de conduta e deveres organizacionais impostos aos intermediários financeiros é tipicamente integrado na categoria — de fronteiras pouco definidas — dos *deveres gerais*¹⁸⁰⁸ de natureza injuntiva¹⁸⁰⁹ que integram o estatuto típico dos intermediários financeiros¹⁸¹⁰ e que conformam a sua conduta, não apenas em relação a clientes (e potenciais clientes), mas perante terceiros e o mercado em geral¹⁸¹¹.

Numa das monografias que mais aprofundou o tema, a disciplina da intermediação financeira — cuja teia de deveres é reconduzida a uma *trilogia* de deveres de *diligência, lealdade e transparência*¹⁸¹² — surge oponível entre as partes de um contrato de intermediação, independentemente de ser replicada nos clausulados em concreto

¹⁸⁰⁸ Cf. P. CÂMARA, *Manual*, p. 355.

¹⁸⁰⁹ Cf. CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro*, p. 179; FAZENDA MARTINS, “Deveres dos Intermediários Financeiros”, p. 334.

¹⁸¹⁰ Cf. FAZENDA MARTINS, “Deveres dos Intermediários Financeiros”, p. 334.

¹⁸¹¹ Assim, CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro*, p. 74 e p. 152.

¹⁸¹² Cf. CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro*, pp. 96 e 97.

estipulados entre intermediário financeiro e cliente¹⁸¹³. Ainda que dependentes do contrato para serem acionadas e exteriorizadas, as regras de conduta e, instrumentais destas, os deveres de natureza organizacional consubstanciarão “um conjunto bastante desenvolvido de normas imperativas, de normas que fixam o conteúdo mínimo obrigatório que deve acompanhar a conformação em concreto do *iter* negocial *inter partes*”¹⁸¹⁴. Em suma, a disciplina da intermediação vertida nos arts. 304.º CdVM ss. materializaria uma verdadeira *composição obrigacional dos deveres*¹⁸¹⁵, os quais não seriam meros deveres acessórios de conduta, mas verdadeiros deveres de prestar, integrando “a prestação propriamente dita no complexo obrigacional a cargo do intermediário financeiro”¹⁸¹⁶. O limitado aprofundamento dogmático para justificar esta projeção direta de uma disciplina de direito administrativo numa relação contratual de direito privado manifesta-se também quando é abordado o problema do incumprimento dos deveres a que se encontra adstrito o intermediário financeiro. Parecendo ser predominante o entendimento de que se entrará aí no quadro da responsabilidade contratual¹⁸¹⁷, há autores que caracterizam os deveres que integram a disciplina da intermediação financeira como *normas de proteção*, o que parece sugerir o recurso à responsabilidade delitual¹⁸¹⁸.

Mesmo aceitando *a priori* o impacto desta disciplina da intermediação financeira nas relações privadas estabelecidas no mercado¹⁸¹⁹, a verdade é que uma tal projeção direta no conteúdo da relação contratual entre intermediário financeiro não dispensa, antes exige, que com cuidado se demonstre o respetivo fundamento dogmático. Em concreto, há que

¹⁸¹³ Entende CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro*, p. 178, que os deveres de conduta associados ao exercício da atividade de intermediação financeira já são cogentes *ex lege*, servindo a remissão ou duplicação desses deveres no plano contratual uma função explicitadora ou pedagógica.

¹⁸¹⁴ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro*, p. 179, e, com outra formulação de igual alcance, p. 193.

¹⁸¹⁵ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro*, p. 194.

¹⁸¹⁶ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro*, pp. 97-98.

¹⁸¹⁷ Cf. FAZENDA MARTINS, “Deveres dos Intermediários Financeiros”, pp. 335 e pp. 337 ss. É uma vez mais o estudo de CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro*, pp. 260 ss., que oferece um tratamento mais aprofundado do tema, concluindo, em coerência com a conceção de que a malha de deveres que resulta da disciplina da intermediação conforma diretamente o conteúdo da relação contratual entre intermediário financeiro e cliente, tratar-se efetivamente de uma situação de responsabilidade contratual; o art. 304.º-A constituiria, simultaneamente, uma cláusula de imputação delitual, especial face à segunda modalidade estabelecida no art. 483.º/1, e uma cláusula de imputação obrigacional dos danos sofridos pelos clientes do intermediário financeiro inadimplente, no que respeita às obrigações a que estava adstrito e que surgem expressas no rol de deveres que a lei estabeleceu.

¹⁸¹⁸ Assim, sem porém oferecer fundamentação, P. CÂMARA, *Manual*, p. 355, aproximando-se das posições que, no direito alemão, sustentam uma tutela meramente delitual com base no §823 BGB.

¹⁸¹⁹ Nestes termos, TISON, “The civil law effects of MiFID”, p. 2630.

demonstrar por que razão os deveres impostos por lei aos intermediários financeiros não se projetam apenas *reflexamente* na relação estabelecida com os clientes, mas pelo contrário integram *ex lege* — e diretamente — o programa contratual em que assenta aquela relação. Só se comprovada uma tal relevância direta no conteúdo da relação contratual ou pré-contratual de intermediação ficarão assentes os mecanismos de reação postos à disposição do cliente para enfrentar o intermediário financeiro inadimplente e, por essa via, determinada a intensidade da tutela dos interesses patrimoniais dos investidores. Isto que se acaba de dizer é tornado ainda mais evidente quando trazido para o domínio específico dos deveres de segregação patrimonial. Se estes forem configurados como pautas de supervisão comportamental do intermediário financeiro, cujo controlo se encontra a cargo da CMVM, e só reflexamente como normas de proteção aptas a gerar responsabilidade delitual¹⁸²⁰, o incumprimento dará origem a uma pretensão compensatória na esfera do cliente, a apurar no quadro da responsabilidade delitual. Se, ao invés, aquele dever integrar, por mero efeito de lei, o programa contratual que liga intermediário financeiro e cliente, seja a título principal, secundário ou acessório, a tutela compensatória seguirá o regime da responsabilidade contratual e, por isso, poderá ser acompanhada por mecanismos conducentes à realização coativa da prestação.

IV. O art. 304.º-A CdVM, por si só, não permite formular uma conclusão definitiva e, seguramente, não basta para demonstrar a aludida projeção direta no programa prestacional dos deveres por lei impostos aos intermediários financeiros em matéria de segregação patrimonial. Numa primeira análise, ele aproxima-se mais de uma cláusula de imputação delitual, não fazendo depender uma pretensão indemnizatória da preexistência de uma relação específica (por exemplo, contratual ou pré-contratual) entre o intermediário financeiro incumpridor e o lesado. A existência de uma tal relação especial releva, é certo, para efeitos da primeira parte do n.º 2 do mesmo artigo, que estabelece uma presunção de culpa do intermediário financeiro quando o dano seja causado *no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais*. Porém, isto só não basta para, sem mais, concluir que o art. 304.º-A CdVM funciona duplamente como cláusula de imputação contratual e delitual¹⁸²¹,

¹⁸²⁰ Posição que se aproximaria do que vimos ser o entendimento maioritário no ordenamento alemão e que é sugerida por P. CÂMARA, *Manual*, p. 355.

¹⁸²¹ É a posição de CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro*, pp. 201 ss.

porquanto, poderá ser alegado, o aludido n.º 2 se limitaria a prever um regime especial de culpa — tal como, de resto, admitido na parte final do art. 487.º/1¹⁸²².

Decisivo é, por seu turno, lembrar que este debate e as incertezas conceptuais que lhe estão subjacentes são uma consequência direta de um fenómeno de progressiva fluidez das fronteiras entre o direito privado e o direito público, em grande parte decorrente da modificação de paradigma de intervenção do Estado na economia. Estamos, neste âmbito da disciplina da intermediação financeira — e, especificamente, neste âmbito dos deveres de segregação patrimonial —, no quadro da chamada *garantia administrativa do direito privado*: é predisposto um conjunto de pautas de comportamento dirigidas a privados, cabendo à CMVM o exercício de uma atividade de controlo. A aplicação de uma tal disciplina pressupõe, então, uma relação *trilateral*, cujo eixo principal é constituído por uma relação jurídica entre privados — o intermediário financeiro e os seus clientes —, surgindo a autoridade, acima desse eixo, no exercício de uma função de garantia¹⁸²³. Efeito desta vertente garantística do direito administrativo é a *publicização*¹⁸²⁴ de determinadas realidades jurídicas que previamente se moviam em exclusivo no sistema de direito privado e que, por isso, estavam em grande medida sujeitas ao princípio da tutela da autonomia privada¹⁸²⁵. Em particular no mercado mobiliário, a prossecução (mediata) de interesses públicos como o regular funcionamento do mercado e a tutela do investidor conduz ao surgimento de uma «camada» adicional de regras e deveres, ao lado dos que já eram antes previstos no Código Civil, no Código Comercial ou no Código das Sociedades Comerciais¹⁸²⁶.

¹⁸²² Aliás, se alguma coisa, esta previsão expressa de uma presunção de culpa, que seria desnecessária no quadro da responsabilidade contratual, poder ser melhor invocada como argumento a favor da natureza puramente delitual desta cláusula geral de responsabilidade civil dos intermediários financeiros.

¹⁸²³ De outro modo dito, a justificação da intervenção pública no mercado e, portanto, o âmbito de aplicação deste moderno direito administrativo são relações jurídicas exclusivamente privadas, relativamente às quais a autoridade pública se coloca numa posição de *terceiro-vigilante*. P. DURET, “Autorità ed Agenzie e l’Amministrazione in Cammino”, p. 18, refere-se a uma “funzione giudicante”, cabendo à autoridade pública garantir a aplicação da lei no mercado.

¹⁸²⁴ Também neste sentido, MAÇAS/CATARINO/CARDOSO COSTA, “O Contencioso das Decisões das Entidades Reguladoras do Sector Económico-Financeiro”, p. 425. P. GONÇALVES, *Entidades Privadas com Poderes Públicos*, pp. 315 ss. fala de uma *expansão de valores de direito administrativo para o direito privado*.

¹⁸²⁵ Cf. o meu “A Informação Difundida no Mercado de Valores Mobiliários”, p. 84. Afirmando que, com a DMIF, se revelou uma tendência para o direito dos contratos ser complementado pelo direito regulatório e de supervisão, GRUNDMANN/HOLLERING, “EC Financial Services and Contract Law”, p. 62.

¹⁸²⁶ Incidindo essencialmente ao nível organizacional (cf. U. SCHNEIDER, “Cross Border Compliance”, pp. 73 ss.), mas transbordando também para o domínio da conduta dos intervenientes no mercado, algumas matérias objeto deste fenómeno de *publicização* não se limitam sequer aos intermediários financeiros, sendo abrangidas também as sociedades abertas. Exemplo eloquente desta realidade são as regras relativas ao governo das sociedades cotadas. Aqui, numa *área* anteriormente exclusiva do direito privado, surge um conjunto de deveres de informação e organização interna, cujo escrutínio é confiado à CMVM. Trata-se de um evidente caso

Em consequência, assiste-se nestas áreas antes isentas de intervenção pública a uma redução efetiva do espaço da autonomia das entidades privadas, aumentando, reflexamente, a ingerência, direta ou indireta, do direito administrativo. Mas, com isso, são necessariamente quebrados os pressupostos e abaladas as fundações em que assenta a distinção tradicional entre direito privado e direito público; até porque na sua base permanecem inalteradas — e por isso *desatualizadas* — as teorias desenvolvidas na doutrina para a sustentar, que se revelam hoje incapazes de, conclusivamente, demonstrar a incontornabilidade daquele binómio, pelo menos se tomado em termos rígidos¹⁸²⁷, e muito menos para afirmar sem mais a natureza público-administrativa desta disciplina da intermediação¹⁸²⁸.

Daí que, cumprido este percurso, se imponha tomar posição a favor da projeção direta da disciplina da intermediação financeira no programa prestacional a que se encontra vinculado o intermediário financeiro, concluindo, dando um passo mais, que as regras de conduta e deveres organizacionais que integram a disciplina da intermediação financeira constituem verdadeiros *deveres acessórios*¹⁸²⁹. Recorrendo a uma classificação proposta na

de *ingerência* pública num domínio previamente privado, acentuando, em nome da prossecução dos interesses públicos presentes no mercado mobiliário, aquela fluidez das fronteiras entre direito público e direito privado.

¹⁸²⁷ Assim, N. LANG, “Doppelnormen im Recht der Finanzdientsleistugen”, p. 294.

¹⁸²⁸ Designadamente, não serve a *teoria da subordinação* (assim, N. LANG, “Doppelnormen im Recht der Finanzdientsleistugen”, p. 291), uma vez que a relação jurídica que constitui o objeto primordial de aplicação da norma não é *pautada pela superioridade de uma das partes sobre a outra* (cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral I)*, p. 38). Por seu turno, a assinalada sobreposição de um interesse (público) de supervisão comportamental e de um interesse (privado) de cumprimento pontual de um determinado programa contratual que visa a prossecução do interesse do cliente torna igualmente inconclusivas as chamadas *teorias do interesse*. A circunstância de, como também assinalado, esta disciplina ter como objeto uma relação trilateral, cujo eixo principal é constituído por uma relação jurídica exclusivamente privada, sendo a autoridade pública remetida para uma função de controlo, impede igualmente que a *teria do sujeito*, em qualquer uma das suas formulações (sobre este ponto, por todos, (MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral I)*, pp. 39 ss.), conduza a conclusões definitivas. Conclui N. LANG, “Doppelnormen im Recht der Finanzdientsleistugen”, pp. 291-292, que, se adotados os testes tradicionais, não poderá ser cumprido o axioma *tertium non datur*, surgindo a disciplina da intermediação como exemplo paradigmático de um acervo normativo que não pode, sem mais, ser arrumado ou simplesmente no direito público, ou no direito privado.

¹⁸²⁹ Está hoje bem assente na doutrina a ideia segundo a qual as relações obrigacionais tipicamente envolvem a projeção dos chamados *deveres acessórios*, que se destinam, no essencial, a assegurar a *integralidade* e a *substancialização* dos deveres de prestar (principais e secundários) e a plena prossecução dos interesses (patrimoniais e morais) do credor. Na literatura jurídica portuguesa, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 465 ss.; MOTA PINTO, *Cessão da posição contratual*, pp. 335 ss.; ANTUNES VARELA, *Direito das Obrigações*, I, p. 125. Como sublinhado na doutrina, a base jurídico-positiva destes deveres radica na lei, o que distingue esta categoria dogmática dos chamados deveres acessórios dos deveres de prestar, estes tipicamente de base negocial (cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, p. 478). Ainda segundo este autor, desta distinção resultam importantes consequências de regime, designadamente ao nível da interpretação e integração, que para os deveres acessórios se fazem por referência à lei (cf. arts. 9.º e 10.º). Entende também que os deveres de proteção surgem “primeiro como deveres *ex lege*”, P. MOTA PINTO, *Interesse contratual*, 2, p. 1193. Impõe-se igualmente notar a distinção entre estes deveres e os chamados deveres do tráfego; os deveres acessórios têm génese relativa e são elementos integradores do vínculo obrigacional, ao passo que os deveres

doutrina, o dever de segregação patrimonial do intermediário financeiro é reconduzível ao chamado *círculo externo*¹⁸³⁰ dos deveres acessórios, que compreende aqueles deveres de segurança e lealdade dirigidos aos interesses circundantes da relação obrigacional, relacionados em especial com a integralidade patrimonial do credor. Nesta medida, o dever de segregação patrimonial surge como uma concretização da tutela da confiança depositada pelo cliente no intermediário financeiro, assegurando que este adota as condutas necessárias para prevenir danos patrimoniais na esfera daquele. Especificamente nas relações de natureza fiduciária, este dever de segregação surge como forma de conferir ao cliente segurança e proteção face à maior vulnerabilidade do vínculo obrigacional que o liga ao intermediário financeiro¹⁸³¹. Atenta a preferência pela execução específica e pela reconstituição natural, não há razão para recusar a sujeição destes *deveres acessórios* ao regime geral do incumprimento¹⁸³², sendo aplicável a presunção de culpa/ilicitude do art. 799.º/1 e podendo o credor socorrer-se dos diferentes mecanismos de tutela da sua pretensão¹⁸³³.

V. Para terminar, interessa retirar das conclusões formuladas atrás algumas consequências de regime, relevantes para o enquadramento das situações de titularidade indireta de valores mobiliários. O dever genérico de segregação patrimonial, consagrado no n.º 1 do art. 306.º e concretizado depois nos arts. 306.º a 306.º-D, todos do CdVM, encerra uma dupla dimensão — a *segregação vertical* e a *segregação horizontal* —, decompondo-se necessariamente em sub-deveres específicos. A segregação vertical impõe a separação entre o património do intermediário financeiro e o dos seus clientes; assim, ao intermediário

do tráfego correspondem a concretizações de um dever geral de respeito, podendo dar origem a tutela delitual (cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 480-481).

¹⁸³⁰ MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, p. 478, propõe uma bipartição dos deveres acessórios, distinguindo um *círculo interno*, composto por aqueles deveres que visam a *substancialização* do dever de prestar e que se materializam em deveres de informação e lealdade, e um *círculo externo*, composto pelos deveres dirigidos a interesses circundantes e colaterais, designadamente a integridade patrimonial, pessoal e moral das partes.

¹⁸³¹ Sobre os comportamentos *caracteristicamente reclamados no quadro dos negócios de confiança*, categoria a que deve ser reconduzida a relação contratual de intermediação financeira, cf. CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança*, pp. 550-551.

¹⁸³² Assim, para o direito alemão, concebendo a violação dos deveres a que o intermediário financeiro se encontra adstrito como uma violação de deveres acessórios, N. LANG, “Doppelnormen im Recht der Finanzdienstleistungen”, p. 295.

¹⁸³³ P. MOTA PINTO, *Interesse contratual*, 2, p. 1194. Sustenta o afastamento dos deveres acessórios do regime da responsabilidade aquiliana, MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações I)*, pp. 484-485.

financeiro é vedada a inscrição numa mesma conta individualizada de valores mobiliários de que seja titular em nome de clientes e de outros valores mobiliários que integrem a sua carteira própria de investimentos. Nos casos em que o intermediário financeiro recorra a serviços de custódia junto de terceiros, por opção ou em resultado de imposição legal, o dever de segregação patrimonial vertical impõe, uma vez mais, a abertura de contas separadas para a custódia de bens (valores ou dinheiro) detidos por conta de clientes e de bens próprios do intermediário financeiro. Apesar de tal não ser expressamente imposto por lei, o intermediário financeiro que coloque ativos de clientes à guarda de terceiros deve obter da entidade custodiante, contratualmente, o compromisso de não *executar* os ativos de clientes para satisfazer créditos seus sobre o intermediário financeiro, mesmo quando este surja como titular fiduciário¹⁸³⁴.

A *segregação patrimonial horizontal* impõe, por seu turno, a distinção entre as posições patrimoniais imputáveis a cada um dos clientes do intermediário financeiro. Na hipótese que constitui o objeto de análise desta dissertação — aquela em que o intermediário financeiro atua fiduciariamente em nome próprio mas por conta de clientes —, esta obrigação materializa-se no desdobramento das posições individuais de clientes na contabilidade interna do intermediário financeiro, de modo a permitir, em qualquer momento e de modo imediato, distinguir os bens *pertencentes* ao património de um cliente dos bens *pertencentes* ao património de outro cliente. Naqueles casos comuns em que o mandato conferido pelo investidor tem por objeto um património de investimento variável e dinâmico, este dever de segregação patrimonial horizontal impõe ao intermediário financeiro que cumpra escrupulosamente o descrito *processo de documentação sucessiva* dos atos praticados (em nome próprio) mas por conta do cliente (e fiduciante), de um modo tal que seja possível apurar, a todo o tempo, o ativo subjacente sobre o qual se projeta a posição (creditícia) de que este é titular.

Na verdade, a imposição de um dever de segregação patrimonial, nestes termos assim rigorosos, enquadra-se num problema clássico da *esfera interna* das relações fiduciárias, sendo mais latamente enquadrado na literatura jurídica anglo-americana nos chamados problemas de agência: a atribuição ao fiduciário — no caso, o intermediário financeiro — do *controlo* sobre um determinado acervo patrimonial, que porém não lhe

¹⁸³⁴ Notei atrás (cf. §8.2, nota 1901) que esta solução vigora no ordenamento alemão — aí conhecida por *Drei-Punkte-Erklärung* —, contribuindo para uma maior *exteriorização* da posição dos investidores, quando sejam titulares apenas de um direito de crédito contra o intermediário financeiro

pertence de uma perspectiva económica, torna necessária a projeção de um quadro normativo (de fonte legal ou contratual) que assegure um pleno alinhamento de interesses e incentivos, impondo ao fiduciário adequados níveis de diligência, cuidado e transparência, e mitigando o risco de abuso¹⁸³⁵. O dever de segregação patrimonial de fonte legal emerge, neste prisma, precisamente com a função de reduzir os riscos gerados pela inevitável incompletude do programa contratual estabelecido entre intermediário financeiro e cliente — *i.e.* a impossibilidade de o contrato prever e regular, *ex ante*, a generalidade dos eventos e comportamentos relevantes durante a respetiva execução. Neste termos, a *segregação enquanto procedimento* constitui uma concretização dos deveres fiduciários que tipicamente se projetam (na dimensão interna) das relações de agência e, especificamente, nas relações de tipo fiduciário¹⁸³⁶.

Como se antecipa, este dever fiduciário de segregação patrimonial assume uma projeção ainda maior sempre que o intermediário financeiro atua em nome próprio mas por conta de clientes e em que lhe é imputada a titularidade (fiduciária) do património de investimento. Nestes casos, adensam-se os riscos de comportamentos pouco diligentes ou mesmo oportunistas e, consequentemente, os riscos de potencial conflito entre os interesses do cliente (e fiduciante) e os interesses de terceiros (sejam credores gerais do intermediário, sejam terceiros adquirentes)¹⁸³⁷. Este dever de estrita segregação patrimonial surge como condição fundamental para assegurar a integralidade da posição patrimonial do investidor, num cenário em que este não pode recorrer a mecanismos de tutela de natureza *proprietary*. Essa finalidade é prosseguida por uma dupla via¹⁸³⁸: de um lado, o cumprimento do dever de manutenção de patrimónios segregados confere maior *transparência* à relação (fiduciária) de intermediação, permitindo ao investidor *controlar* a atuação do intermediário financeiro, designadamente a sua adesão ao programa contratual inicialmente estipulado, bem como às instruções sucessivamente formuladas; por outro, tal

¹⁸³⁵ Genericamente sobre o tema, FAMA/JENSEN, “Agency Problems and residual claims”, pp. 327 ss.; COOTER/FREEDMAN, “The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences”, pp. 1045 ss.; especificamente sobre a relação de intermediação financeira, na literatura jurídica italiana, F. GUERRERA, “Contrato di investimento e rapporto digestione”, pp. 685 ss.

¹⁸³⁶ Assim, por exemplo, IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 425-426, que nota que este dever (fiduciário) de segregação patrimonial atua numa dupla vertente: de um lado, impondo ao intermediário financeiro a adoção de comportamentos não apenas diligentes, mas também comprováveis pelo cliente; de outro, protegendo o cliente de outros riscos distintos daquele que de facto decidiu assumir.

¹⁸³⁷ Sobre este risco acrescido nas situações de titularidade fiduciária do intermediário financeiro, A. FICLI, “Il conflitto di interesse”, pp. 303 ss.

¹⁸³⁸ Cf. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, p. 431.

cumprimento, ao evitar situações de *confusão* patrimonial (*commingling*, na literatura anglo-americana), é instrumental para assegurar uma efetiva adequação entre o *risco económico* e o *risco jurídico* suportado pelo investidor¹⁸³⁹.

VI. Movendo-nos para um plano patológico, são também inquestionáveis as consequências de regime decorrentes da sustentada *dupla-natureza* desta disciplina da segregação patrimonial, especificamente no que diz respeito aos mecanismos de tutela postos à disposição do cliente para reagir a situações de incumprimento pelo intermediário financeiro. Nas situações de titularidade indireta de valores mobiliários, a titularidade dos valores mobiliários encontra-se na esfera do intermediário financeiro, cabendo aos investidores um conjunto, mais ou menos complexo, de direitos de crédito sobre este. Não estarão por isso mesmo disponíveis mecanismos de natureza jusreal, *maxime* a ação de reivindicação. A violação do dever de segregação da parte do intermediário pode ser decomposta em dois tipos: podem ser quebradas as regras que impõem a *segregação horizontal*, mediante a confusão de valores mobiliários detidos por conta de diversos clientes; ou as que impõem a *segregação vertical*, mediante a confusão de valores mobiliários de clientes e do próprio intermediário financeiro. Nos casos em que tal seja imposto por lei ou por contrato, a violação do dever de segregação, em qualquer uma destas vertentes, pode ainda dar-se quando o intermediário financeiro não proceda à custódia devidamente segregada de bens de clientes junto de terceiros.

Feita esta sistematização, impõe-se distinguir entre a situação, residual mas ainda assim merecedora de análise, em que o cliente, tomando consciência da violação do dever de segregação, não pretende cessar a relação contratual com o intermediário financeiro, mas apenas fazer cumprir o direito à separação do *seu* património na esfera do intermediário. A preocupação central, aqui, é a de assegurar a execução devida do direito à separação patrimonial e o restabelecimento da disciplina contratual, mantendo-se plenamente vigente a relação fiduciária entre intermediário financeiro e cliente. Pretendendo a manutenção da

¹⁸³⁹ Além disso, o cumprimento deste dever de segregação permite ao intermediário financeiro o respeito mais rigoroso do chamado princípio *know your customer* (previsto no art. 304.º/3 CdVM), desta forma assegurando a adequação dos atos de investimento ao perfil de risco e experiência de cada cliente individualmente considerado. Devidamente identificadas as posições individuais de cada cliente, o intermediário financeiro poderá com maior eficácia adequar as estratégias de investimento e diversificação aos *conhecimentos e experiência* do investidor, ao *tipo específico de instrumento financeiro ou serviço procurado* ou à *situação financeira e objectivos de investimento do cliente* (art. 304.º/3 CdVM).

relação contratual com o intermediário financeiro, mas em estrito cumprimento do estipulado contratualmente (e do que resulta da lei), o investidor (e fiduciante) poderá recorrer à *ação de cumprimento* (cf. art. 817.^o), a fim de reconstituir o acervo patrimonial segregado que lhe cabe¹⁸⁴⁰. Ao investidor bastará comprovar a titularidade do direito de crédito — incidente sobre os valores mobiliários objeto da relação fiduciária —, o que será sempre conseguido, por exemplo, ou com base no contrato de intermediação, ou a partir das comunicações periódicas enviadas pelo intermediário financeiro ao cliente. Não obsta a uma tal tutela a circunstância de o dever (fiduciário) de segregação patrimonial revestir natureza acessória; os deveres acessórios, porque inseridos no eixo que constitui a relação obrigacional e instrumentais para assegurar a *integralidade* da prestação principal, de uma forma que não encontraria substituto efetivo na tutela ressarcitória, beneficiam dos mecanismos predispostos na lei para reagir contra situações de incumprimento.

Cenário distinto — e mais comum — é aquele em que o investidor pretende, neste cenário de incumprimento, fazer cessar a relação contratual, caso em que a resolução do contrato terá como efeito incontornável a extinção da relação fiduciária e, com isso, a necessária *restituição* dos valores mobiliários para a esfera do investidor¹⁸⁴¹. Para este fim, a reconstituição do acervo fiduciário que lhe cabe — e que integra formalmente a esfera do intermediário financeiro (e fiduciário) — surge como um procedimento prévio necessário, equivalendo ao cumprimento de uma obrigação contratual acessória do exercício do direito potestativo de resolução do contrato. *I.e.*, o cliente (e fiduciante) assumirá em simultâneo duas pretensões: uma primeira, de natureza instrumental, destinada à identificação e separação dos bens — valores mobiliários e dinheiro — que, nos termos da relação fiduciária, lhe cabem; uma segunda, destinada à restituição daqueles bens para a sua esfera jurídica, ou alternativamente a sua entrega a um terceiro. Quanto à primeira, vale o recurso à ação de cumprimento, destinada a conferir operatividade à pretensão do investidor de ver

¹⁸⁴⁰ Tendo o intermediário financeiro, em violação do vínculo fiduciário, praticado atos de disposição sobre os valores mobiliários detidos por conta de clientes, e não podendo esta violação ser oponível ao terceiro adquirente de boa fé (cf. §12.^o), esta pretensão de separação poderá, *mutatis mutandis*, ser aplicável já não aos valores mobiliários alienados, mas ao produto daquela alienação, sem prejuízo de, verificados os pressupostos, o cliente/fiduciante poder optar pela reconstituição natural, caso em que o intermediário financeiro poderia ser condenado a adquirir em mercado os valores mobiliários necessários para reconstituir a posição de investimento prévia à situação de incumprimento.

¹⁸⁴¹ Em ambos os casos pode ser também discutida a possibilidade de o cliente assumir uma pretensão indemnizatória relativamente a danos sofridos durante o período da confusão e não totalmente eliminados com a reposição do património segregado ou com a sua entrega ao investidor — na literatura italiana, IAMICELI, *Unità*, p. 458, nota a hipótese de o cliente ser lesado durante o período da confusão em virtude do não recebimento da totalidade de juros ou rendimentos a que teria direito.

plenamente respeitado o dever de segregação que impende sobre o intermediário; quanto à segunda pretensão, vale, em termos análogos aos que foram antes expostos, o recurso à execução específica¹⁸⁴².

§11.º Titularidade fiduciária de valores mobiliários e separação patrimonial na insolvência do intermediário financeiro

11.1 A tutela do investidor entre o direito comum e o direito especial: a conjugação da disciplina da intermediação financeira com a dogmática comum dos vínculos de afetação funcional

I. Descrito em traços gerais o regime da segregação patrimonial nas atividades de intermediação financeira, e terminada a incursão pela *esfera interna* da relação fiduciária estabelecida entre intermediário financeiro e investidor nas situações de titularidade indireta de valores mobiliários, é agora tempo, de acordo com o plano traçado, de regressar ao tema da oponibilidade daquela relação jurídica a terceiros, começando pelo problema da tutela do investidor num cenário de insolvência do intermediário financeiro e, nesse âmbito, da determinação do estatuto aplicável ao património constituído pelos valores mobiliários entregues fiduciariamente.

O ponto de partida para esta tarefa deve ser o reconhecimento da relativa *ambiguidade* do art. 306.º/2 CdVM, cujo alcance normativo não é perceptível de imediato, pelo menos a partir de uma leitura estritamente literal. A primeira dificuldade é logo a de apreender o sentido da estatuição daquele preceito. Diz-se aí que a *abertura de processo de insolvência, de recuperação de empresa ou de saneamento do intermediário financeiro não tem efeitos sobre os actos praticados pelo intermediário financeiro por conta dos seus clientes*; todavia, não se reconhece de forma expressa, como sucede com disposições análogas vigentes noutros direitos — e mesmo noutras disposições do Código —, um estatuto jurídico distinto aos *patrimónios de investimento* de clientes, designadamente no que toca à

¹⁸⁴² Concretizando, nesta situação da titularidade indireta de valores mobiliários, o que atrás ficou dito no quadro da dogmática geral a respeito da obrigação de contratar do mandatário. Com efeito, também sobre o intermediário financeiro que atua fiduciariamente por conta de um cliente impende uma obrigação de contratar, funcionalmente análoga à do promitente-vendedor, relativamente à qual se deve admitir a extensão do regime da execução específica previsto no art. 830.º; sobre o tema, em maior detalhe, cf. §7.2.

responsabilidade por dívidas do intermediário financeiro. Ao abster-se o art. 306.º/2 CdVM de expressamente qualificar os bens de clientes como patrimónios autónomos, *insensíveis* às pretensões creditícias dos demais credores do intermediário financeiro insolvente, não é evidente que daquele preceito decorra um *efeito* de separação patrimonial e, em consequência, que dele decorra um especial regime de responsabilidade por dívidas¹⁸⁴³. Não creio, porém, que esta fórmula ampla a que o texto normativo recorre impeça o intérprete de chegar a uma tal conclusão. É inequívoco que aquela *ineficácia* estatuída no art. 306.º/2 CdVM não se limita à delimitação da esfera de responsabilidade patrimonial do intermediário financeiro, servindo para evitar outros efeitos típicos da abertura de um processo de insolvência, em especial a resolução a favor da massa insolvente de negócios praticados pelo intermediário financeiro por conta de clientes. Mas é também seguro que o *isolamento* dos clientes perante os efeitos de uma insolvência do intermediário financeiro só será plenamente atingido se deste preceito resultar uma efetiva segregação entre o património do intermediário financeiro, que está nos termos gerais à disposição dos seus credores gerais, e os patrimónios de investimento de clientes, que devem ser removidos da *garantia geral* a que aqueles credores têm acesso.

Tal não basta ainda para afastar a assinalada *ambiguidade* do art. 306.º/2 CdVM; permanece por demonstrar que aquela *ineficácia* da insolvência do intermediário financeiro se estende às hipóteses de atuação fiduciária, e que portanto também para estas é cominado um efeito de separação patrimonial relativamente ao acervo de que o intermediário é titular em nome próprio mas *por conta* de clientes¹⁸⁴⁴. Neste quadro, sem dúvida que aquele efeito de separação patrimonial se impõe a respeito de valores mobiliários que permanecem na esfera de titularidade dos próprios clientes, mesmo se custodiados junto do intermediário financeiro insolvente; relativamente a estes é clara a cominação do art. 306.º/2 CdVM,

¹⁸⁴³ Veremos um pouco mais adiante que o reconhecimento de autonomia patrimonial aos patrimónios de investimento de clientes é objeto de expresse reconhecimento no direito italiano (cf. art. 22.º t.u.f.).

¹⁸⁴⁴ Começa por justificar esta dificuldade hermenêutica o reduzido comprometimento dogmático do teor do art. 306.º/2 CdVM e, em particular, da expressão *actos praticados por conta*, que se afastou da fórmula usada no CdVM — onde eram expressamente referidos os valores mobiliários detidos pelo intermediário financeiro por conta de clientes (cf. §10.1) —, impossibilitando, sem mais, a conclusão de que na previsão desta norma se integram, indistintamente, tanto as hipóteses de atuação do intermediário financeiro em nome e por conta de clientes, como aquelas de atuação por conta de clientes mas em nome próprio. Na dogmática civilista, a noção de *atuação por conta* faz relevar, na sua essência, a prossecução de um interesse alheio (cf. CASTO MENDES, *Teoria Geral*, III, p. 634) e, portanto, a repercussão de efeitos jurídicos de um determinado ato na esfera de pessoa que nele não interveio (cf. PESSOA JORGE, *O Mandato Sem Representação*, p. 179); aquela noção não surge, porém, indissociável de um qualquer particular modo de atuação jurídica, não existindo uma imediata e necessária associação entre a ideia de *atuação por conta* em que assenta a previsão normativa do art. 306.º/2 CdVM e situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários.

vedando um qualquer impacto da insolvência do intermediário financeiro na esfera patrimonial dos investidores¹⁸⁴⁵. Todavia, num direito, como é o português, tradicionalmente cético no reconhecimento de tutela *externa* a relações obrigacionais de natureza fiduciária — e desconsiderando (apenas) momentaneamente as coordenadas provenientes do direito comum —, não pode ser simplesmente transposta esta conclusão para as situações em que é na esfera do intermediário financeiro que radica a titularidade dos valores mobiliários, ainda que no quadro de uma relação de natureza fiduciária¹⁸⁴⁶. Esta dúvida sai reforçada quando se constata que, noutros direitos, as disposições análogas ao nosso art. 306.º/2 CdVM denotam uma preocupação constante — consistente aliás com as coordenadas emanadas do ordenamento de direito da União Europeia — de expressamente equiparar, para efeitos da tutela do investidor na insolvência do intermediário financeiro, as situações de titularidade direta de valores mobiliários, em que estes permanecem imputados à esfera do investidor, e as hipóteses de titularidade indireta, em que os valores mobiliários são confiados em fidúcia a um intermediário financeiro¹⁸⁴⁷.

Não rejeitando sem mais — longe disso — que o alcance normativo do art. 306.º/2 CdVM possa alcançar os casos em que o intermediário financeiro atua fiduciariamente enquanto titular de valores mobiliários por conta de clientes, entendo contudo que a demonstrada *inconclusividade* daquela disposição torna inevitável o recurso a outras diretrizes interpretativas que, com segurança, permitam extrair a *norma final* aplicável. Essa tarefa desenvolve-se em planos distintos, que porém se relacionam mutuamente, contribuindo com segurança para a identificação do fundamento de racionalização de soluções para o caso concreto. Tal como, num âmbito mais abrangente, atrás se fez a respeito da interpretação das coordenadas extraídas do eixo formado pelos arts. 601.º e

¹⁸⁴⁵ O que, porém, mais não constitui do que a reiteração do que já resultaria das regras gerais da responsabilidade patrimonial, previstas na lei civil, comercial e processual.

¹⁸⁴⁶ Parece ser justamente isso que, embora sem fundamentação expressa, é aceite por MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Obrigações II)*, p. 268, que configura este n.º 2 do art. 306.º CdVM como uma importante exceção à (por si alegada) impossibilidade de reconhecer no direito português um direito de separação ao fiduciante; para o autor, a referida disposição consagra um *direito de retirada* de que beneficiam os clientes de um intermediário financeiro, mesmo os que são meros credores. Sem apresentar fundamentação detalhada, também MORAIS GOMES, *O direito aos lucros*, p. 213, sustenta que o teor do art. 306.º CdVM deve ser apreendido em *sentido económico*, não em *sentido jurídico*.

¹⁸⁴⁷ Caso paradigmático é, no direito italiano, o art. 22.º t.u.f., que integra claramente as situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários no âmbito de aplicação do regime da segregação patrimonial, incluindo na delimitação da esfera de garantia patrimonial do intermediário financeiro. Sobre esta disposição, que será analisada um pouco adiante, cf. DI AMATO, “I Servizi di investimento”, pp. 117-118; DI CHIO, “Gestione fiduciari di patrimoni mobiliari e servizi di investimento”, pp. 173 ss.; PARMEGGIANI/L. ZUCHELLI, “La disciplina prudenziale degli intermediari del mercato mobiliari”, pp. 366 ss.; P. GAGGERO, “Art. 22.º”, pp. 233 ss.; S. FORTUNATO, “Liquidazione coatta delle Sim e rapporti pendenti”, pp. 25 ss.

817.⁹¹⁸⁴⁸, o percurso metodológico adequado passa agora por valorizar uma perspectiva sistemática. Nesta direção, interessa não perder de vista a *consistência sistemática* entre o quadro traçado para a intermediação financeira, enquanto disciplina especial, e as disposições fundamentais da lei comum, que constituem o acervo normativo de base para as relações de direito privado emergentes — direta ou reflexamente — dos contratos de intermediação financeira e das relações fiduciárias envolvendo valores mobiliários¹⁸⁴⁹. O que se impõe, logo num primeiro momento, é a transposição para o âmbito da intermediação financeira das conclusões atrás formuladas a respeito da relevância normativa dos vínculos de afetação funcional tipicamente emergentes de relações fiduciárias, em grande medida assentes, como agora já se sabe, na vocação expansiva do regime previsto no art. 1184.⁹.

Se a dogmática geral e, em particular, as coordenadas essenciais traçadas no final do capítulo II desta dissertação formam o pano de fundo a partir do qual se deve buscar a solução para o problema da tutela do investidor na insolvência do intermediário financeiro, constitui outra ferramenta hermenêutica fundamental a apreensão e devida valorização da teleologia que subjaz à disciplina da intermediação financeira e que lhe confere um sentido normativo consistente e coerente. Seguindo por esta via, pretendo num segundo momento assinalar que a interpretação do art. 306.⁹/2 CdVM, quando convocado para regular situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários, deve valorizar os objetivos normativos que subjazem à disciplina da segregação patrimonial dos intermediários financeiros, os quais, para além de decorrerem diretamente da tutela constitucional do investimento nos mercados de capitais¹⁸⁵⁰, estão presentes noutros regimes da lei mobiliária, em que problemas análogos de segregação patrimonial são suscitados, e resolvidos. Um percurso pelas soluções adotadas noutros ordenamentos jurídicos servirá, por fim, para confirmar a solução proposta.

¹⁸⁴⁸ Cf. §§5.⁹ e 6.⁹.

¹⁸⁴⁹ Esta preocupação com a harmonia sistemática constitui, na perspectiva metodológica sugerida, o que um autor designou por *diretiva interpretativa inibitória* (cf. CHIASSONI, *Técnica dell'interpretazione giuridica*, p. 110), no sentido em que veda qualquer resultado que denote uma incongruência entre proposições normativas relacionadas.

¹⁸⁵⁰ Com efeito, não pode neste percurso ser esquecida a relevância conformadora da Constituição enquanto elemento indissociável do processo hermenêutico também no âmbito mobiliário, assinalada, por exemplo, por P. CÂMARA, *Manual*, p. 59.

II. Tomando por bom o percurso hermenêutico anunciado, aquela perspectiva sistemática obriga, desde logo, a que a interpretação do art. 306.º/2 CdVM assente decisivamente na valência geral do art. 1184.º. Conforme ficou demonstrado, este preceito atua no sistema de direito privado como o ponto cardinal para o reconhecimento de oponibilidade a terceiros de certos vínculos de afetação finalística característicos de situações de interposição gestória fiduciária, materializando-se essas *externalidades* justamente na autonomia patrimonial dos bens em questão¹⁸⁵¹. Foram já dedicadas muitas linhas àquele preceito, necessárias para demonstrar o seu *Modellcharakter*; tendo por consolidadas as conclusões antes formuladas, interessa agora unicamente concretizar e aplicar a tese enunciada, demonstrando de que forma aquela disciplina prevista para o mandato sem representação serve, em conjugação com o art. 306.º/2 CdVM, um papel fundamental na apreensão do critério de resolução do potencial conflito entre investidor/fiduciante e credores gerais do intermediário financeiro/fiduciário.

Com fundamentação que não interessa aqui repetir, assente num percurso hermenêutico que valorizou em simultâneo elementos sistemáticos e finalísticos, concluí que o art. 1184.º encerra uma ponderação normativa aplicável às situações de titularidade fiduciária com fins gestórios, afirmando um critério geral de delimitação da esfera de responsabilidade patrimonial do fiduciário. Avaliado aquele preceito de um prisma teleológico, é patente a preocupação em *extrair* da garantia geral do devedor os bens que, embora na sua esfera de titularidade, não representam para ele um verdadeiro acréscimo patrimonial, em resultado da projeção de um vínculo de afetação finalística que grava aquela *propriedade* e cujo efeito é a *transferência* para um beneficiário da integralidade do resultado económico associado àqueles bens. Conforme também ficou explicado, este fenómeno de dissociação entre imputação jurídico-formal de um bem e alocação do respetivo conteúdo económico — e portanto de dissociação entre *titularidade* e *interesse* —, onde reside a *razão de ser* do alcance normativo do art. 1184.º e a que este preceito associa um efeito de separação patrimonial, constitui o traço verdadeiramente distintivo da categoria dogmática do negócio fiduciário gestório e da peculiar *situação proprietária* a que este dá origem¹⁸⁵². Daí que o especial regime de responsabilidade por dívidas consagrado no art. 1184.º não apresente com o mandato sem representação uma qualquer relação indissolúvel, constituindo antes a matriz normativa de um conjunto amplo e aberto de

¹⁸⁵¹ Cf. §6.º.

¹⁸⁵² Cf. §2.º.

esquemas e técnicas contratuais na sua essência reconduzíveis ao fenómeno fiduciário, resultantes do exercício da autonomia privada. Em suma, o art. 1184.º integra o que se designou por *estatuto jurídico da titularidade fiduciária*.

Assim relembrada a valência normativa do art. 1184.º, é indiscutível que este preceito apresenta com a disciplina da segregação patrimonial da intermediação financeira e, em particular, com o disposto no art. 306.º/2 CdVM uma relação de interdependência necessária¹⁸⁵³. É precisamente aquele preceito que permite, com toda a certeza, estender o

¹⁸⁵³ Esta conjugação da norma vertida no art. 1184.º com o quadro previsto no art. 306.º CdVM impõe que, neste contexto específico da titularidade indireta de valores mobiliários, se analisem aqueles requisitos que, precisamente visando salvaguardar a segurança jurídica e as legítimas expectativas de terceiros, limitam o alcance e âmbito objetivo de aplicação do art. 1184.º. A verdade é que ambos aqueles requisitos suscitam dificuldades quando o preceito é convocado no quadro de situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários. Em primeiro lugar, exige-se *que o mandato conste de documento anterior à data da penhora desses bens*. O problema da existência prévia (e prova) do contrato que está na base da atuação por conta entronca-se, na verdade, na articulação entre as regras atinentes à segregação enquanto efeito e à segregação enquanto procedimento. Será tratado adiante em maior detalhe (cf. 12.2). Em segundo lugar, o efeito de separação patrimonial habilitado pelo art. 1184.º exige que *não tenha sido feito o registo da aquisição, quando esta esteja sujeita a registo*. Se interpretado literalmente o art. 1184.º, poder-se-ia supor que, para os valores mobiliários escriturais (ou titulados, quando integrados em sistema centralizado), uma vez *registados* em nome do mandatário/fiduciário, estaria vedada a autonomia patrimonial dos bens do mandato. Não é todavia correta essa conclusão, porquanto desconsidera a *ratio* subjacente àquela limitação, confundindo (a publicidade conferida pelo) registo público com o modo de circulação de valores mobiliários, fundado em registos (privados e confidenciais), para além de conduzir a soluções desiguais consoante a forma de representação dos valores mobiliários, contrariando a firme tendência de neutralidade neste domínio. Com efeito, aquele requisito da ausência de registo a favor do mandatário encontra a sua fundamentação no efeito de publicidade que a ele surge normalmente associado; está aqui pressuposto, portanto, um registo público, enquanto condição de eficácia plena de determinado ato jurídico, designadamente no confronto com terceiros (cf. PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *CódCivil Anot.*, II, p. 832). O que quer dizer que, para efeitos da (eventual) tutela do mandante/fiduciante, a lei distinguiu de forma clara as situações de mera posse (ainda que com título) daquelas que, além da posse, são publicitadas por meio de registo: às primeiras, contanto que o negócio de gestão seja anterior à agressão por parte dos credores do mandatário, a lei reconhece o direito de separação dos bens do mandato; às segundas, ponderados os efeitos associados ao registo (público) e a necessidade mais intensa de, fruto da publicidade dele emergente, ser tutelada a posição de terceiro, a lei entende que o ato jurídico aquisitivo deve produzir todos os seus efeitos, negando, em consequência aquele efeito de separação (cf. §5.1, em maior detalhe). Ora, a verdade é que os fundamentos desta limitação do direito de separação do mandante com base no registo não encontram paralelo no registo de valores mobiliários. É inequívoca e não pode ser questionada a influência, não apenas terminológica mas também de regime, que os registos públicos de bens exerceram sobre o registo de valores mobiliários (detalhadamente, veja-se FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários” pp. 90 ss.). Sucede que não são menos óbvias as diferenças: os registos de valores mobiliários não são públicos, referem-se a coisas fungíveis e não têm por isso base real (cf. OLIVEIRA ASCENSÃO, “Valor Mobiliário e título de crédito”, p. 40, no que é seguido por P. COSTA E SILVA, “A Transmissão de Valores Mobiliários Fora de Mercado Secundário”, p. 250). Subsiste a “*diferença abissal que existe entre os dois sistemas*” (ult. ob. cit., p. 250.) da qual resulta, em particular para o que aqui interessa assinalar, a ausência de fé pública do registo de valores mobiliários (cf. OLIVEIRA ASCENSÃO, ult. ob. cit., p. 40): não há publicidade e não há garantia pública de legalidade. Em suma, e concluindo, não há no registo de valores mobiliários, como há nos registos públicos, um intuito de proteção de terceiros. Negando a *sinonímia* de situações entre o registo de valores mobiliários em conta individualizada e o registo público (de bens imóveis), ver P. COSTA E SILVA, “Efeitos do registo e valores mobiliários”, pp. 859 ss. Bastam estas considerações para demonstrar que o registo de valores mobiliários, assente antes num sistema privado (cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 98) de circulação de direitos e não de garantia de legalidade e de publicidade dos mesmos, não pode ser associado à limitação prevista no art. 1184.º; por outras palavras, a inscrição dos valores mobiliários em conta de registo aberta em nome do fiduciário não pode ser equiparada ao *registo* a que o art. 1184.º faz referência, não

efeito de separação patrimonial previsto nesta disposição do Código dos Valores Mobiliários também às situações em que os atos do intermediário financeiro praticados por conta de clientes o sejam no quadro de uma relação fiduciária, mesmo quando esta não se identifique plenamente com o tipo legal do mandato sem representação. Desta aplicação conjugada dos arts. 1184.^o e 306.^o/2 CdVM resulta, em consequência, um critério delimitador da responsabilidade do intermediário financeiro assente na segregação patrimonial dos bens (valores mobiliários e dinheiro) que integram um acervo fiduciário e de que, portanto, aquele intermediário é titular em nome próprio, mas no interesse e por conta de clientes. Em consequência, a partir da conjugação daqueles preceitos, é conferido aos investidores/fiduciantes um direito de separação irregular, porque fundado numa pretensão obrigacional, sendo aquele património fiduciário subtraído ao âmbito de aplicação da *par conditio* e não podendo, por isso, ser *agredido* pelos credores gerais do intermediário financeiro¹⁸⁵⁴. Desta forma, é também assegurado o objetivo normativo — que subjaz ao regime geral da responsabilidade patrimonial¹⁸⁵⁵ — de evitar que os credores do intermediário financeiro se encontrem, relativamente ao acervo fiduciário, numa posição patrimonial mais vantajosa do que a do próprio intermediário financeiro (e fiduciário)¹⁸⁵⁶.

III. Adotando uma perspetiva hermenêutica de cariz sistemático, a conclusão formulada nas páginas anteriores assentou na *transposição* da dogmática comum da responsabilidade patrimonial para o domínio da intermediação financeira, reconhecendo um efeito de separação patrimonial aos valores mobiliários de que um intermediário

vedando, em consequência, o reconhecimento da autonomia patrimonial do acervo fiduciário. Suscitando a questão e resolvendo-a em termos substancialmente análogos aos propostos, VAZ TOMÉ, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, pp. 1124 ss.

¹⁸⁵⁴ O mesmo é dizer, em causa está um dos *regimes especialmente estabelecidos em consequência da separação de patrimónios* a que faz referência a parte final do art. 601.^o. Sobre os aspetos processuais desta tutela, cf. §6.2.

¹⁸⁵⁵ Cf. §5.6.

¹⁸⁵⁶ Falta ainda notar o seguinte: quando atrás conclui pela projeção sistemática geral do art. 1184.^o, procurei demonstrar que o fundamento desta disposição não reside numa suposta cognoscibilidade da atuação do mandatário/fiduciário por conta do mandante/fiduciante; a limitação, que aquele preceito legal impõe, do acesso aos bens fiduciários pelos credores gerais do fiduciário não é justificada pelo conhecimento do carácter *gestório* e *alheio* daquela atuação fiduciária. Isto dito, é também verdade que nestas situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários por intermediário financeiro é seguramente menos intensa a preocupação com a frustração das expectativas de terceiros (os credores do intermediário). É que o exercício profissional de atividades de intermediação, pressupondo a atuação por conta de clientes no quadro de uma multiplicidade de fórmulas jurídicas — incluindo de natureza fiduciária —, torna seguramente menos legítimas e merecedoras de tutela as expectativas geradas por terceiros de que a *totalidade* dos bens que num dado momento integram o património do intermediário financeiro respondem plenamente pelas suas dívidas.

financeiro seja titular (apenas) fiduciário¹⁸⁵⁷. É, inquestionavelmente, um resultado significativo, revelador que aquelas *externalidades* que o ordenamento reconhece aos vínculos fiduciários (mesmo que atípicos) encontra aplicação também no tráfego mobiliário e, em particular, no quadro das atividades de intermediação financeira. Além disso, aquela interpretação conjugada dos art. 1184.^o e do art. 306.^o/2 CdVM bastaria para justificar dogmaticamente a tutela dos investidores/fiduciantes num cenário de insolvência do intermediário financeiro/fiduciário naquelas hipóteses da titularidade indireta de valores mobiliários. A verdade é que é possível reforçar estas conclusões, deslocando-nos, de novo, do direito comum para o campo especial da lei mobiliária a fim de aí demonstrar que a *extensão* do reconhecimento de autonomia patrimonial às situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários é a única solução compatível com uma ponderação finalística da disciplina da intermediação financeira, para a qual relevam outros elementos hermenêuticos cuja consideração é imperativa.

Abordada de um prisma finalístico, a disciplina da intermediação financeira e, em especial, a que se ocupa com a *salvaguarda de bens de clientes* assumem como propósito inequívoco a proteção do investidor do chamado *risco de intermediação*, mantendo-o, tanto quanto possível, exposto apenas ao *risco de investimento*¹⁸⁵⁸. É uma preocupação compreensível: a tutela dos investimentos e, por esta via, da confiança e liquidez do mercado, pressupõem condições *ótimas* de assunção de risco da parte dos investidores. Estes devem conseguir razoavelmente identificar o risco a que se encontram expostos, de um prisma quantitativo e qualitativo; só assim o risco de investimento será avaliável com rigor¹⁸⁵⁹. Ora, este objetivo sai prejudicado se o investidor for exposto a um *risco económico e jurídico* desconhecido e não controlável, porque relacionado ou com o comportamento do intermediário financeiro, ou com a sua solvência, o que tornaria seguramente mais difusa e incerta a avaliação do risco global do seu investimento. A segurança das estruturas de

¹⁸⁵⁷ O recurso à dogmática civilista para buscar o fundamento normativo (ou pelo menos parte dele) da tutela do investidor/fiduciante num cenário de insolvência do intermediário financeiro/fiduciário é um percurso comum a outros direitos europeus. Assim sucede, em grande medida, no direito inglês e no direito alemão, como veremos mais à frente, onde aquela proteção não é justificada exclusivamente no quadro do direito especial aplicável às atividades de intermediação financeira, não dispensando o recurso, respetivamente, à dogmática geral do *trust* e da *fiduziarische Treuhand*.

¹⁸⁵⁸ Cf. 10.^o.

¹⁸⁵⁹ Assim, no direito italiano, IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 476-477. Como nota a autora, se for exposto também ao risco de intermediação, o investidor é remetido para uma posição patrimonial análoga à dos acionistas e outros credores do intermediário financeiro (financiadores ou prestadores de serviços, por exemplo), o que modificaria por completo a sua posição de investimento.

mercado — amplamente dependentes da intervenção, a diferentes títulos e com diferentes fins, de intermediários financeiros — exige, em suma, que aquele risco de investimento que o investidor decide voluntariamente assumir permaneça *indexado* à situação económica e financeira da entidade emitente dos valores mobiliários, não sendo contaminado nem por condutas ilícitas do intermediário financeiro, nem por situações de insuficiência patrimonial deste que o impeçam de honrar os seus compromissos. Neste quadro, a separação dos patrimónios de investimento, imposta pelo art. 306.º/2 CdVM, surge justamente como o instrumento jurídico adequado para assegurar a plena prossecução daquela finalidade normativa, impedindo que os bens de clientes sejam *desviados* para fazer face a dívidas do próprio intermediário financeiro¹⁸⁶⁰.

Assim sendo, a plena realização da ponderação teleológica em que assenta a disciplina da segregação patrimonial nas atividades de intermediação financeira impede que se distingam situações de investimento perfeitamente idênticas, ainda que fundadas em posições jurídicas subjetivas de natureza diferente. De outro modo dito, o art. 306.º/2 CdVM — mas também outros, como os arts. 306.º/1 e 3 — deve ser interpretado não por referência a categorias civilistas, mas exclusivamente à imputação do risco do investimento, conduzindo a soluções uniformes quando uniforme for o perfil de risco, independentemente do substrato jusreal ou obrigacional da posição jurídica do investidor. Por isso, a única interpretação daquela disciplina compatível com a teleologia que lhe subjaz é a que impõe a separação patrimonial não apenas dos valores mobiliários que se encontrem registados/depositados junto do intermediário financeiro em nome do cliente/investidor,

¹⁸⁶⁰ Certo que a aludida *ratio* normativa é prosseguida, em primeira linha, através da imposição ao intermediário financeiro de uma complexa malha de deveres de cariz comportamental e organizacional, e que ultrapassam o tema específico da segregação patrimonial, cujo cumprimento está sujeito a escrutínio por parte de uma autoridade pública. Esse complexo acervo de deveres é, porém, completado por normas que diretamente visam a tutela dos investidores em cenários de insolvência, projetando o seu alcance normativo sobre a esfera de terceiros detentores de interesses patrimoniais conflitantes. Para além do art. 306.º/2 CdVM, o assinalado objetivo normativo de *isolamento* do investidor do risco de intermediação encontra inequívocas manifestações noutros quadrantes do direito dos valores mobiliários. Assim sucede, por exemplo, com o art. 100.º/2 CdVM, que, em coerência com a natureza *regular* do depósito de títulos junto de um intermediário financeiro, vem esclarecer que a insolvência deste não afeta a posição dos titulares dos valores mobiliários. Noutro quadrante, relevam também com as normas que regulam a insolvência das entidades participantes nos sistemas de liquidação (cf. arts. 283.º ss. CdVM), das quais transparece, uma vez mais, a inequívoca intenção de impedir qualquer impacto (mesmo que mediato) nas esferas dos investidores de situações de insuficiência patrimonial de intermediários financeiros. Isso é garantido, simultaneamente, pela proibição de eficácia retroativa da insolvência sobre os direitos e obrigações assumidos pela entidade insolvente (cf. art. 283.º/1 CdVM) e pela consagração de uma regra de irrevogabilidade das ordens de transferência introduzidas no sistema por conta de clientes (cf. art. 283.º/2 CdVM).

mas também daqueles de que o intermediário financeiro seja titular em nome próprio, mas no quadro de uma atuação fiduciária em benefício de terceiros.

Esta valorização do elemento teleológico em que assenta o art. 306.º/2 CdVM serve para reforçar a validade da sua conjugação com o art. 1184.º, ficando demonstrado que a teleologia da disciplina mobiliária da intermediação financeira não impede, antes impõe a equiparação, num cenário de insolvência do intermediário financeiro de situações de investimento que, distintas embora de um prisma juscivilista, apresentam um perfil de investimento perfeitamente idêntico. A consolidação deste resultado é definitiva quando, avançando um patamar, é evidenciada a sua harmonia com outros elementos hermenêuticos relevantes, e a sua compatibilidade com as soluções adotadas noutros ordenamentos.

IV. A tendência normativa que venho assinalando é por exemplo bem patente nalguns regimes especiais do direito mobiliário, que se multiplicaram nos anos recentes, em que a emissão de certos tipos de valores mobiliários é *robustecida* pela afetação específica de um acerto patrimonial, que complementa ou mesmo substitui o acesso ao património geral da entidade emitente¹⁸⁶¹. Por isso, sem prejuízo das evidentes diferenças — acima de tudo estruturais — que as separam da titularidade indireta de valores mobiliários, justifica-se um breve excursus por alguns aspetos do enquadramento aplicável à emissão de obrigações titularizadas e à emissão de obrigações hipotecárias¹⁸⁶². Justamente porque assentes na separação patrimonial enquanto instrumento apto a diferenciar o estatuto jurídico de certos bens, aqueles regimes reforçam a ideia de que uma perspetiva sistemática e teleológica do quadro normativo que regula o tráfego mobiliário permite extrair um postulado transversal de tendencial segregação (jurídica) do *risco de investimento* e, consequentemente, de mitigação de riscos de outra natureza que possam ter impacto na esfera do investidor e que não tenham sido por ele voluntariamente assumidos¹⁸⁶³.

¹⁸⁶¹ Sobre os *asset-backed securities*, na literatura internacional, cf., por exemplo, BENJAMIN, *Financial Law*, pp. 401 ss.; A. MCKNIGHT, *The Law of International Finance*, pp. 686 ss.; M. GEIGER, “Asset-Backed Securities”, pp. 515 ss.

¹⁸⁶² As linhas que se seguem não têm qualquer pretensão de exaustividade, não contendo uma análise detalhada destes regimes. Tão só, pretende-se destacar os aspetos relacionados com o especial regime de responsabilidade por dívidas que subjaz àquelas figuras, procurando apurar uma coordenada comum entre elas, e comum também à que regula a delimitação da esfera de responsabilidade patrimonial do intermediário financeiro nos casos de titularidade indireta de valores mobiliários.

¹⁸⁶³ Refira-se que o âmbito especial e bem delimitado de institutos próprios dos mercados de capitais não impediu a doutrina, noutros ordenamentos, de neles colher subsídios para a atualização dos postulados

O primeiro caso paradigmático é o da emissão de obrigações titularizadas por sociedades de titularização de créditos (“STC”)¹⁸⁶⁴, sujeita por lei a um estrito princípio de segregação patrimonial¹⁸⁶⁵: as responsabilidades assumidas pela STC no quadro de cada emissão (ou série) de obrigações titularizadas¹⁸⁶⁶ podem ser satisfeitas *exclusivamente* a partir dos créditos que foram para o efeito adquiridos pela STC¹⁸⁶⁷ e que constituem o ativo subjacente daquela emissão¹⁸⁶⁸, por elas não respondendo nem outras carteiras de créditos detidas pelo veículo, nem o seu restante património (*affirmative assets partitioning*)¹⁸⁶⁹. Cada carteira de créditos adquirida pela STC enquanto ativo subjacente de uma particular emissão de obrigações titularizadas constitui, por isso, um património autónomo, que não se encontra disponível para responder por outras dívidas da entidade emitente até ao pagamento integral dos montantes devidos aos titulares das obrigações titularizadas e das despesas e encargos relacionados com a respetiva emissão (*defensive assets partitioning*)¹⁸⁷⁰.

tradicionalmente afirmados em tema de responsabilidade patrimonial e, particularmente, dos fenómenos de segregação patrimonial; assim, na literatura italiana, por exemplo F. MACARIO, “Aspetti civilistici della cartolarizzazione dei crediti”, pp. 17 ss.

¹⁸⁶⁴ Desde a sua introdução em Portugal, há pouco menos de década e meia, a titularização de créditos constituiu um instrumento fundamental de financiamento (em particular, mas não apenas) de instituições financeiras. Depois de numa fase inicial ter preponderado — por motivos mais relacionados com dinâmicas comerciais e de mercado, do que propriamente jurídicos — o modelo contratual dos fundos de titularização de créditos, consolidou-se definitivamente recentes o uso da forma societária — as sociedades de titularização de créditos. Não é porém apenas por essa razão de índole prática, mas sobretudo por razões dogmáticas, que se privilegia nesta breve análise o caso das STC em detrimento do modelo contratual dos fundos de titularização de crédito. É que a separação patrimonial prevista no quadro das STC surge como uma manifestação clara do progressivo esbatimento do postulado da unicidade patrimonial e, conseqüentemente, como manifestação também do já aludido fenómeno de especialização funcional das garantias patrimoniais. É de relevo a literatura jurídica que entre nós se debruçou sobre o fenómeno da titularização de crédito; para além dos textos já citados, veja-se PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das Garantias*, pp. 554 ss.; P. CÂMARA, *Manual*, pp. 311 ss., e “A Operação de Titularização de Créditos”, pp. 65 ss.; CASSIANO DOS SANTOS/A. FIGUEIREDO, “O mercado português da titularização”, pp. 357 ss.; COSTA PINA, *Instituições e mercados financeiros*, pp. 426 ss.; CALVÃO DA SILVA, *Titularização de Créditos. Securitization*; LEITE DE CAMPOS/M. MONTEIRO, *Titularização de Créditos*.

¹⁸⁶⁵ Cf. arts. 61.º, 62.º e 63.º do Regime da Titularização de Créditos.

¹⁸⁶⁶ Responsabilidades estas que incluem não apenas a amortização do capital e o pagamento dos juros, mas também o pagamento das despesas e encargos relacionados com a emissão (cf. art. 61.º do Regime da Titularização de Créditos)

¹⁸⁶⁷ Especificamente sobre os aspetos *civilistas* da cessão de créditos para titularização, tema que aqui não interessa aprofundar, veja-se ASSUNÇÃO CRISTAS, *Transmissão contratual do direito de crédito*, pp. 298 ss.; e MENEZES LEITÃO, *Cessão de Créditos*, pp. 540 ss.

¹⁸⁶⁸ Sendo que este ativo subjacente pode incluir, para além do produto do reembolso dos direitos de crédito que integram a carteira adquirida pela STC, também outras garantias ou instrumentos de cobertura de riscos eventualmente contratados no âmbito da emissão.

¹⁸⁶⁹ Cf. art. 61.º do Regime da Titularização de Créditos.

¹⁸⁷⁰ Cf. art. 62.º/1 do Regime da Titularização de Créditos, acrescentando depois o n.º 4 que, na execução movida contra a sociedade de titularização de créditos, o credor apenas pode penhorar o direito ao remanescente de cada património separado se provar a insuficiência dos restantes bens da sociedade. Nota o afastamento deste regime do *princípio geral do direito patrimonial privado previsto no art. 601.º*, P. CÂMARA, *Manual*, p. 320. A este regime de segregação patrimonial acresce ainda a atribuição aos titulares das obrigações

Também na emissão de obrigações titularizadas a segregação patrimonial surge simultaneamente enquanto *efeito*, mas igualmente enquanto *procedimento*: impõe-se que os bens que a cada momento integram o património autónomo afeto à emissão de obrigações titularizadas sejam adequadamente descritos em contas segregadas da sociedade¹⁸⁷¹.

É portanto clara a coordenada finalística em que assenta todo o edifício normativo que regula a emissão de obrigações titularizadas: mesmo tratando-se o emitente sempre de um mesmo ente jurídico — sob forma societária —, os investidores que subscrevam ou adquiram obrigações titularizadas referentes a uma particular emissão não serão expostos a outros riscos que não os diretamente associados à carteira de créditos que serve de ativo subjacente à respetiva emissão¹⁸⁷². Significa isto que não terão qualquer impacto na posição daqueles investidores uma eventual *performance* negativa de outras carteiras de crédito afetos a diferentes emissões, nem tão pouco um cenário de degradação da situação financeira geral da entidade emitente, como também a da entidade responsável pela gestão dos créditos¹⁸⁷³. Noutra direção, também não deve ter impacto na esfera dos investidores a insolvência da entidade encarregue de gerir os créditos por conta do veículo de titularização¹⁸⁷⁴. Tudo isto no quadro de um modelo jurídico que, de um prisma funcional, se aproxima do fenómeno fiduciário, porquanto a titularidade dos créditos em que fica

titularizadas (e aos outros credores de cada particular emissão) de *um privilégio creditório especial sobre os bens que a cada momento integrem o património autónomo afecto à respetiva emissão, com procedência sobre quaisquer outros credores* (cf. art. 63.º/1 do Regime da Titularização de Créditos, dispensando o n.º 2 a obrigatoriedade de registo deste privilégio). Como bem nota PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das Garantias*, p. 559, a verdade é que a consagração deste privilégio creditório era desnecessária, uma vez que — justamente em resultado do aludido efeito de segregação patrimonial, o aspeto nuclear em que assenta todo este regime — os titulares das obrigações titularizadas não concorrem com os demais credores da STC (sejam outros titulares de obrigações titularizadas, sejam outros credores).

¹⁸⁷¹ Para além de deverem ser identificados sob forma codificada nos documentos da emissão (cf. art. 61.º/2 do Regime da Titularização de Créditos). Apesar de não expressamente regulado na lei, parece inequívoco que o incumprimento desta obrigação de segregação pela STC não afeta o efeito de segregação patrimonial normativamente predisposto, desde que seja materialmente determinável a composição de cada carteira de créditos.

¹⁸⁷² Riscos estes que se identificam, no fundo, com os riscos de incumprimento e, no limite, de insolvência dos devedores dos créditos titularizados.

¹⁸⁷³ A chamada *bankruptcy remoteness* é tipicamente afirmada como uma das matrizes deste regime da titularização de crédito, uma vez que se consegue o isolamento do investidor face ao potencial risco de insolvência da entidade emitente das obrigações titularizadas; veja-se, a este respeito, CASSIANO DOS SANTOS/A. FIGUEIREDO, “O mercado português da titularização”, pp. 389 ss. Identificando um conjunto de mecanismos destinados a mitigar o risco de insolvência do veículo emitente de valores mobiliários titularizados, A. MCKNIGHT, *The Law of International Finance*, pp. 703 ss.; especificamente sobre a tutela insolvencial dos titulares das obrigações titularizadas, não apenas num cenário de insolvência da STC, mas também ou do gestor dos créditos, ou do cedente dos créditos, cf. PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das Garantias*, pp. 561 ss.

¹⁸⁷⁴ Cf. o já citado art. 5.º/7 do Regime da Titularização de Créditos, que estatui a *insensibilidade* dos montantes recebidos pelo gestor dos créditos nessa qualidade pelas dívidas gerais deste.

investida a STC é dissociada do seu benefício e risco económico, que se repercutem (por regra, integralmente) na esfera dos investidores nas obrigações titularizadas¹⁸⁷⁵.

Regime análogo vale para a emissão de obrigações hipotecárias, regulada pelo Regime das Obrigações Hipotecárias¹⁸⁷⁶. Aqui, não apenas quando seja usado o veículo especial previsto na lei¹⁸⁷⁷, mas também quando as obrigações hipotecárias sejam diretamente emitidas por uma instituição de crédito é consagrado um efeito de segregação relativamente ao património — composto maioritariamente por créditos hipotecários, mas que pode integrar outro tipo de ativos¹⁸⁷⁸ — que seja afeto ao reembolso do capital e ao pagamento dos juros¹⁸⁷⁹. Neste chamado modelo de *emissão direta* pela instituição de crédito — aquele que prevaleceu no tráfego¹⁸⁸⁰ —, a constituição daquele património autónomo dá-se na esfera da própria instituição de crédito emitente, originando uma diferenciação do regime de responsabilidade por dívidas a que ficam sujeitas diferentes categorias de bens que constam do seu *balanço*¹⁸⁸¹. De um outro prisma, é significativo o espaço reservado à autonomia privada na concreta conformação deste efeito de separação patrimonial, patente na liberdade que, sem prejuízo do regime prudencial a que ficam sujeitos os ativos subjacentes das emissões, é conferida à entidade emitente para definir a

¹⁸⁷⁵ Assinalando a natureza fiduciária dos modelos de *securitização*, cf. BENJAMIN, *Financial Law*, pp. 401-402; S. SCHWARCZ, “Commercial Trusts as Business Organizations”, pp. 321 ss.

¹⁸⁷⁶ Sobre este instrumento, que foi primeiro introduzido no nosso ordenamento pelo Decreto-Lei n.º 125/90, de 16/4, veja-se PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das Garantias*, pp. 544 ss.; pp. CÂMARA, *Manual*, pp. 141 ss.; CALVÃO DA SILVA, *Titularização de créditos*, pp. 151 ss. No direito alemão, L. HAGEN, “Pfandbriefe”, pp. 533 ss.

¹⁸⁷⁷ As instituições de crédito hipotecário — cf. art. 6.º ss.

¹⁸⁷⁸ Os previstos no art. 17.º do Regime das Obrigações Hipotecárias.

¹⁸⁷⁹ Nos termos do art. 4.º/1 do Regime das Obrigações Hipotecárias, a garantia das obrigações hipotecárias é constituída pelos créditos hipotecários (incluindo o produto de juros e reembolsos) e outros ativos elegíveis que sejam especificamente afetos a esse fim; estes constituem um património autónomo, não respondendo por quaisquer dívidas da entidade emitente até ao pagamento integral dos montantes devidos aos titulares das obrigações hipotecárias (cf. n.º 3 do mesmo preceito legal). Acresce a consagração de um privilégio creditório especial (cf. art. 3.º/1 do Regime das Obrigações Hipotecárias), que porém, como atrás se notou a respeito da emissão de obrigações titularizadas, constitui uma garantia desnecessária, uma vez que a posição privilegiada dos titulares das obrigações hipotecárias é assegurada por aquele efeito de separação patrimonial (neste sentido, PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das Garantias*, pp. 551 ss.

¹⁸⁸⁰ Na verdade, não é conhecida a constituição de qualquer Instituição de Crédito Hipotecário ao abrigo do quadro previsto nos arts. 6.º ss. do Regime das Obrigações Hipotecárias, sendo unânime a preferência pelas emissões diretas, em que a entidade emitente das obrigações hipotecárias (ou das obrigações sobre o setor público) é a própria instituição de crédito que *origina* os créditos hipotecários (ou sobre o setor público) que constituem o ativo subjacente das emissões e em que, portanto, a emissão daqueles valores mobiliários não é precedida pela cessão dos créditos prevista nos arts. 24.º ss. do Regime das Obrigações Hipotecárias.

¹⁸⁸¹ Que constitui porém um património autónomo imperfeito, uma vez que — e aqui o contraste com a titularização de créditos é inequívoco —, num cenário de insuficiência do acervo subjacente às emissões de obrigações hipotecárias, os respetivos titulares poderão ainda ter acesso aos bens que integram o património geral do emitente (neste sentido, PESTANA DE VASCONCELOS, *Direito das Garantias*, pp. 546-547; P. CÂMARA, *Manual*, p. 143, que nota a natureza *double recourse* que caracteriza este tipo de valor mobiliário).

composição do património autónomo¹⁸⁸². Por outro lado, vale também um dever procedimental rigoroso de segregação patrimonial, devendo a entidade emitente proceder ao registo adequado em contas segregadas dos créditos hipotecários e dos outros ativos afetos às emissões¹⁸⁸³. É aqui patente, também, uma estrutura de natureza fiduciária, assente na dissociação entre a *titularidade jurídico-formal* de um acervo patrimonial — os créditos e outros ativos que constituem a garantia das obrigações hipotecárias e que permanecem na esfera da entidade emitente daqueles títulos de dívida — e a alocação do correspondente conteúdo económico (*i.e.* chances e riscos), a que a lei associa um efeito de separação patrimonial destinado a assegurar o isolamento dos investidores de outros riscos relacionados com o emitente.

Não se ignoram as diferenças estruturais e também funcionais que separam estes exemplos e a situação paradigmática de titularidade fiduciária de valores mobiliários por intermediário financeiro. Isto dito, não pode também ser ignorado um traço transversal nestas hipóteses, que é a circunstância de o retorno do investimento estar dependente (da *performance* económica e financeira) de um acervo patrimonial subjacente que, apesar de se encontrar na esfera formal de uma instituição financeira, projeta o seu conteúdo económico integralmente na esfera dos investidores. É, como referido, patente a natureza fiduciária da relação gerada entre investidor e entidade emitente, que, permanecendo titular jurídico-formal do ativo subjacente ao investimento, se encontra vinculada a transferir para o investidor o *resultado económico* que lhe está associado. Assim sendo, é também inequívoco a partir das regras que consagram um princípio de segregação entre os patrimónios subjacentes aos investimentos e o património do intermediário financeiro o propósito de assegurar que, não obstante o *affidamento* fiduciário do acervo patrimonial subjacente ao investimento, a eventual insolvência da instituição emitente não prejudica o investidor; por outras palavras, a estes regimes subjaz também o objetivo normativo — reconduzível ao art. 306.º/2 CdVM — de isolar o investidor do risco de intermediação, expondo-o unicamente ao risco de investimento.

¹⁸⁸² Isso mesmo sucede, por exemplo, na determinação da composição do acervo patrimonial sobre o qual incide o efeito de separação patrimonial (dentro dos critérios de elegibilidade traçados, designadamente, no art. 16.º e 22.º do Regime das Obrigações Hipotecárias, e ainda em regulamentação do Banco de Portugal), bem como do nível de *sobregarantia* dos bens integrados naquele património autónomo relativamente ao valor nominal global das obrigações hipotecárias (cf. art. 19.º do Regime das Obrigações Titularizadas).

¹⁸⁸³ Cf. art. 4.º/3 do Regime das Obrigações Hipotecárias, acrescentando o n.º 4 do mesmo artigo que aquele dever de segregação impõe a manutenção pela entidade emitente de um registo do qual deve constar, imperativamente, a informação essencial relativa àqueles ativos.

V. Subindo um patamar na hierarquia normativa, e passando a valorizar a relevância conformadora da Constituição enquanto elemento indissociável do processo hermenêutico também no âmbito mobiliário, pode com segurança afirmar-se que esta ponderação finalística que vem sendo assinalada na disciplina da intermediação financeira — e que impõe a equiparação das situações em que o investidor é titular (por assim dizer) *direto* de valores mobiliários e aquelas em que confiou a título fiduciário valores mobiliários a um intermediário financeiro, permanecendo-lhe imputável, porém, a integralidade do correspondente resultado económico — constitui no fundo uma decorrência inelutável da tutela constitucionalmente imposta à captação e segurança de poupanças imposta pelo art. 101.º CRP¹⁸⁸⁴. Desta injunção — que, referindo-se de forma genérica ao *sistema financeiro*, abarca também o investimento em valores mobiliários¹⁸⁸⁵ — resulta um objetivo claro de garantia dos direitos patrimoniais dos “aforradores e investidores e clientes das instituições financeiras”¹⁸⁸⁶. Este propósito não pressupõe uma total supressão do risco a que são expostas as *poupanças* — afinal, a componente de incerteza constitui um elemento indissociável de qualquer atividade de investimento no mercado —, mas exige seguramente que esse risco seja, pelo menos, *totalmente transparente*¹⁸⁸⁷ e, por essa via, razoavelmente avaliável pelo investidor. Esta coordenada constitucional, sem dúvida relevante também no processo interpretativo da disciplina da intermediação financeira, será irremediavelmente prejudicada se sobre a esfera do investidor se projetarem, para além do risco próprio do investimento, os riscos — desconhecidos e não controláveis — relacionado com a conduta e a solvência do intermediário financeiro.

¹⁸⁸⁴ Cf. GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *CRP Anotada*, I, pp. 1080 ss.; PAZ FERREIRA, *CRP Anotada* (J. MIRANDA/R. MEDEIROS), II, pp. 204 ss.; COSTA PINA, *Instituições e Mercados Financeiros*, pp. 22 ss.; PAZ FERREIRA, “Sectores Estratégicos e intervenção do Estado no Mercado de Valores Mobiliários”, pp. 9 ss.; OLIVEIRA ASCENSÃO, “A Protecção do investidor”, pp. 13 ss.; ENGRÁCIA ANTUNES, *A Supervisão Consolidada dos Grupos Financeiros*; P. CÂMARA, *Manual*, pp. 58 ss.

¹⁸⁸⁵ Notam, no quadro da proteção imposta pelo art. 101.º CRP, a plena equiparação entre o setor bancário, o setor segurador e o mercado dos valores mobiliários, o que de resto exige a consideração pelo legislador ordinário das especificidades de cada um destes setores, PAZ FERREIRA, *CRP Anotada* (J. MIRANDA/R. MEDEIROS), II, p. 206; GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *CRP Anotada*, I, p. 1080.

¹⁸⁸⁶ Cf. GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *CRP Anotada*, I, p. 1082; no mesmo sentido, PAZ FERREIRA, *CRP Anotada* (J. MIRANDA/R. MEDEIROS), II, p. 206. Na literatura, é apontado que este propósito de proteção da poupança e dos investimentos (também) em valores mobiliários convoca a aplicação da disciplina relativa à tutela dos consumidores — assim, P. CÂMARA, *Manual*, p. 59.

¹⁸⁸⁷ Para além de dever ser “*maximizada a informação sobre as características das aplicações*” — cf. PAZ FERREIRA, *CRP Anotada* (J. MIRANDA/R. MEDEIROS), II, p. 207.

A relevância conformadora da Constituição manifesta-se ainda por uma outra via, que foi já antes explorada a respeito da dogmática comum da responsabilidade patrimonial¹⁸⁸⁸. É que, assentando a tutela constitucional dos investidores na integridade dos *direitos patrimoniais* destes, ela deve ser imediatamente associada à tutela constitucional da propriedade, que não se identifica com o âmbito da tutela civilista da propriedade. Conforme ficou exposto, aquela tutela constitucional assenta num *conceito amplo de propriedade*, apto a capturar a generalidade dos direitos subjetivos de natureza patrimonial, incluindo direitos de crédito. Daí que, como é assinalado na literatura, releve enquanto objeto da garantia constitucional a noção de *património*, muito mais relacionado com a fruição material do que com *uma forma jurídica não significativa do ponto de visto económico*¹⁸⁸⁹. Em resultado, a única interpretação deste quadro normativo — e especificamente do art. 306.º/2 CdVM — que, permanecendo dentro do *sentido literal possível e do contexto significativo da lei*, se mostra conforme a esta injunção constitucional de segurança das poupanças é a que não distingue entre situações que, de um prisma puramente patrimonial, são idênticas.

VI. Merece por fim ser assinalado que esta proteção do investidor face ao risco de intermediação, nas situações em que o intermediário financeiro surge como titular fiduciário de valores mobiliários por conta de clientes seus, constitui um resultado comum noutros direitos, mesmo naqueles que, como o português, assentam a circulação de valores mobiliários em sistemas de titularidade direta, não pressupondo uma *dependência* estrutural de fenómenos de intermediação fiduciária. Na verdade, em grande medida fruto da influência harmonizadora do direito da União Europeia — e como demonstração de que o isolamento da esfera patrimonial dos investidores dos efeitos da insolvência do intermediário financeiro constitui um pressuposto essencial da confiança nos mercados de capitais — é um dado normativo transversal no espaço europeu europeus (e não apenas no direito inglês¹⁸⁹⁰) a equiparação entre as situações em que a titularidade dos valores

¹⁸⁸⁸ Cf. §6.1.

¹⁸⁸⁹ Mais detalhadamente, cf. §6.1, com referência bibliográficas.

¹⁸⁹⁰ Na realidade, num prisma de direito comparado, interessam mais as experiências dos direitos continentais, onde a pretendida tutela do investidor não pode beneficiar, como sucede no direito inglês, do instituto do *trust* e da proteção nesse âmbito consolidada a favor do *beneficial owner*. Ainda assim, é interessante notar que, mesmo no ordenamento inglês, a doutrina, não duvidando nunca da necessidade de salvaguardar a posição dos investidores face aos credores gerais dos intermediários financeiros, não resolveu definitivamente em que termos uma tal tutela pode ser assegurada no quadro da dogmática geral do *trust*.

mobiliários permanece na esfera dos investidores, e aquelas em que o intermediário financeiro atua fiduciariamente como titular de valores mobiliários por conta de clientes. Por outras palavras, uma incursão pelas soluções vigentes noutros sistemas demonstra que

Vimos atrás que, no ordenamento inglês, a estrutura e modo de funcionamento do sistema em que assenta a circulação massificada de valores mobiliários conduziu à profusão de situações de titularidade indireta, nas quais os intermediários financeiros adquirem a *legal ownership* dos (*uncertificatted*) *securities*, detendo-os porém, na maioria das vezes de forma agregada (*client pooled accounts*), por conta de uma pluralidade de clientes (cf. BENJAMIN, *Financial Law*, p. 425; GULLIFER, "Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation", pp. 1 ss. Mais detalhadamente, cf. §8.1). No fundo, o apelo à figura e regime do *trust*, e à ideia de propriedade funcionalizada que lhe é inerente, permitiria, sem prejuízo da imputação ao intermediário financeiro da *legal ownership* dos valores mobiliários, o reconhecimento de um *equitable interest* ao cliente projetado sobre os bens (valores mobiliários e dinheiro) detidos por sua conta. Independentemente da discussão em torno da sua natureza jurídica, aqueles *interests in securities* dos clientes seriam oponíveis a terceiros no quadro geral da dogmática do *trust*, o que asseguraria a separação do *trust estate* num cenário de insolvência do intermediário financeiro, para além de conferir proteção em caso de disposição ilícita do bem fiduciário a terceiros, exceto perante *bona fide purchasers* (cf. §3.3). Esta recondução das situações de titularidade indireta de valores mobiliários ao quadro dogmático geral não é porém isenta de incertezas. A principal prende-se com a verificação dos pressupostos de que depende a válida constituição de um *trust* quando, como é comum, o intermediário financeiro agregue numa só conta os valores mobiliários detidos por conta de clientes. Para um enunciado geral do problema, R. GOODE, "Ownership", pp. 447 ss., e WORTHINGTON, "Sorting out", pp. 1 ss. Especificamente sobre as situações de titularidade indireta de valores mobiliários, cf. G. MOSS, "Intermediated Securities: Issues Arising from Insolvency", pp. 61 ss.; MCFARLANE/STEVENS, "Interests in Securities", pp. 33 ss.; VAN SETTEN, *The Law of Institutional Investment Management*, pp. 229 ss.; GULLIFER, "Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation", pp. 18 ss. A este respeito, contrapõem-se dois entendimentos: de um lado, uma conceção mais presa à dogmática tradicional do *trust*, que, rejeitando implicitamente a adoção de um critério distinto para bens fungíveis, mantém que um *trust* poderá apenas ter-se por constituído quando o seu objeto for claramente segregado no património do *trustee*. Não bastaria por isso a possibilidade de selecionar, de entre a totalidade do bens fungíveis de que o *trustee* é titular, aqueles que devem efetivamente integrar o *trust* e, no caso de uma pluralidade de beneficiários, a quantidade que a cada um cabe (cf. PETTIT, *Equity and the Law of Trusts*, p. 48). Transposto para a intermediação de valores mobiliários, este entendimento conduz alguns autores a rejeitar que, naqueles casos em que um banco detenha um *portefólio* de valores mobiliários por conta de vários clientes individuais, se constitua, em relação a cada um deles, um *trust*. Na impossibilidade de identificar, de entre os valores mobiliários formalmente detidos pelo intermediário financeiro, aqueles que pertencem a um determinado investidor, não existiria certeza de objeto e, com isso, não se constituiria o *trust* com base no qual aquele investidor adquiriria o aludido *equitable interest* (cf. BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 56; THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 1542.). Ao invés, àqueles investidores seria reconhecida uma tutela coletiva: faltando um direito *in specie* relativamente aos valores mobiliários formalmente detidos pelo intermediário financeiro, poderia, ainda assim, constituir-se um único *trust* de que seriam co-beneficiários todos aqueles investidores e cujo objeto seria a conta global em que se encontram registados os valores mobiliário (cf. BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 56). Assim sendo, os beneficiários seriam, nas respetivas proporções, contitulares de um *equitable interest* sobre a totalidade da carteira de valores mobiliários, que assim permaneceria indivisa, e não sobre quantidades segregadas de valores mobiliários (cf. R. GOODE, "The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities", pp. 125-126; SCHWARCZ/BENJAMIN, "Intermediary risk", p. 313 e p. 315.). Entendimento oposto é o que encontra fundamento na decisão *Hunter v. Moss* [1993] 1 WLR 934. Em síntese, o caráter inovador desta decisão residiria na afirmação de que o requisito da *certeza de objeto* não seria plenamente aplicável a bens fungíveis. Tendo sido posteriormente seguido noutras decisões jurisprudenciais, este caso deu origem a uma corrente doutrinária que procurou *aliviar* o requisito da certeza de objeto a respeito de bens fungíveis, como valores mobiliários (cf. MICHELER, *Property in Securities*, p. 128; PRETTO-SAKMANN, *Boundaries of Personal Property*, p. 152.). A verdade é que este entendimento está longe de merecer consenso, tanto na literatura como nos tribunais. Alguns autores, para além de assinalarem a insuficiente argumentação aduzida na decisão de *Hunter v. Moss*, apontam para a ausência de fundamento na lei dos *trusts* para a distinção entre bens tangíveis e bens intangíveis, ao mesmo tempo que tem sido repetidamente afirmada a aplicação da certeza de objeto a *trusts* a incorpóreos, como dinheiro (cf. HAYTON, *Trusts and Trustees*, p. 152, e "Uncertainty", pp. 335 ss.; BENJAMIN, *Interests in Securities*, p. 58; THOMAS/HUDSON, *The Law of Trusts*, p. 89; WORTHINGTON, "Sorting out", pp. 14 ss.). Esta hesitação está também patente nalgumas decisões jurisprudenciais posteriores a *Hunter v. Moss*.

a delimitação da esfera de garantia patrimonial do intermediário financeiro assenta muito mais na imputação dinâmica do conteúdo (e risco) económico de um património de investimento, do que na consideração estática da respetiva titularidade formal.

É assim no direito alemão, onde a vigência de um modelo de titularidade direta de valores mobiliários, ainda que amplamente dependente da intervenção de intermediários financeiros¹⁸⁹¹, não impediu o desenvolvimento no tráfego de situações de titularidade fiduciária por intermediário financeiro. Exemplo paradigmático (e amplamente estudado na literatura), ainda que não único¹⁸⁹², é o da circulação de valores mobiliários custodiados junto de sistemas centralizados ou de intermediários financeiros estrangeiros¹⁸⁹³. Nestes casos, os fundamentos dogmáticos da tutela do investidor num cenário de insolvência do intermediário financeiro/fiduciário radicam-se, no essencial, na dogmática geral da

¹⁸⁹¹ Conforme se disse atrás, o *Sammelverwharung* — o sistema de depósito coletivo de títulos, em regra títulos globais, junto de uma instituição financeira especializada, assente depois em sucessivos patamares de intermediação — constitui a base jurídica para a circulação massificada de valores mobiliários no espaço jurídico alemão; ao contrário do que sucede no direito americano e, na prática, no direito inglês, o recurso a este modelo imperativo de depósito, e à estrutura de intermediação que lhe surge associada, não tem como efeito a transmissão de uma posição jurídica de titularidade, mesmo de natureza fiduciária, nem para o depositário central, nem sequer para os sucessivos intermediários financeiros que formam a cadeia de investimento. Ao invés, nos termos da *DepotG*, a titularidade permanece por regra imputada aos investidores finais, sendo as instituições financeiras que participam na cadeia de intermediação configuradas como meros possuidores (sucessivos); de outro modo dito, os atos praticados pelo intermediário financeiro sobre os valores mobiliários registados junto de si se fundam não no reconhecimento de um qualquer *legal title*, mas tão só num poder de representação conferido pelo cliente/investidor tipicamente no contrato de abertura da conta de valores (*Vollmachtsverwaltung*) — cf., por todos, BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, p. 56. Sobre este regime comum de circulação de valores mobiliários no direito alemão, cf. §8.1, com referências. Daqui resultou, em alternativa aos modelos de titularidade por conta prevaletentes nos direitos anglo-americanos, a construção da *contitularidade*, desenvolvida em harmonia com os vetores fundamentais da tradição jurídica germânica, e que enquadra a intervenção dos intermediários financeiros no âmbito de poderes de representação. Vimos depois ser precisamente essa *ficção* da contitularidade do título depositado que permite dar resposta a problemas relacionados com a insolvência seja da instituição que atua como depositário central, seja dos intermediários financeiros que asseguram a ligação entre esta e os contitulares, concedendo a estes um direito de reivindicação; como os relacionados com como a aquisição *a non domino*, sendo a tutela do terceiro adquirente de boa fé assegurada recorrendo à figura da mera posse (direta e indireta) do títulos depositados.

¹⁸⁹² Outro exemplo surge no contexto das atividade de intermediação levadas a cabo por empresas de investimento que não qualificam como instituições de crédito (as chamadas *Finanzdienstleistungsinstitute*) e não estão, nessa medida, autorizadas a receber depósitos de dinheiro ou valores. Nestas situações de gestão fiduciária de patrimónios mobiliários, vale o já descrito comando injuntivo do §34a WpHG, por força do qual as empresas de investimento devem colocar os ativos dos seus clientes em custódia segregada junto de uma instituição de crédito. Estas contas de registo ou depósito destinadas à custódia dos bens dos clientes são abertas em nome da empresa de investimento (KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §34a, p. 1478), sendo por isso na esfera jurídica desta que, primeiramente, se repercutem os efeitos dos negócios jurídicos praticados sobre tais bens (BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, pp. 366-367).

¹⁸⁹³ O chamado sistema *WR-Gutschrift*, atrás descrito (cf. §8.1). Concretizando uma situação de titularidade indireta de valores mobiliários, a natureza fiduciária da relação estabelecida entre intermediário financeiro e cliente é genericamente reconhecida na literatura (cf., por exemplo, cf. BRINK, *Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung*, p. 132; GÖßMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, pp. 1983 ss.; KÜMPEL, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, pp. 1600 e 1673 ss.), e expressamente acolhida nas condições gerais aplicáveis, no ordenamento alemão, às relações contratuais estabelecidas entre intermediários financeiros e os seus clientes (cf. §12.3 *Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte*).

*fiduziarische Treuhand*¹⁸⁹⁴. Independentemente da construção dogmática sufragada, é reconhecida no direito alemão — em grande medida por impulso jurisprudencial — a proteção do *Treugeber* em caso de insolvência do *Treuhänder*¹⁸⁹⁵, que é especificamente alargada para tutelar investidores a respeito de valores mobiliários que integrem a título fiduciário a esfera de titularidade dos intermediários financeiros¹⁸⁹⁶. Para tal, a doutrina explorou as brechas já aceites pela jurisprudência na projeção normativa do *Unmittelbarkeitsprinzip*¹⁸⁹⁷, porquanto tipicamente nestas situações os bens objeto da relação fiduciária não são adquiridos ao fiduciante — o investidor —, mas a terceiros¹⁸⁹⁸. Nesta direção, parte significativa da doutrina, mesmo quando não coloca em causa aquele *princípio da imediação*, qualifica as contas de registo de titularidade destes valores mobiliários como verdadeiras contas fiduciárias (*Treuhandkontos*)¹⁸⁹⁹. Há contudo na

¹⁸⁹⁴ Cujos traços característicos são a transmissão para o intermediário financeiro de um direito tendencialmente pleno e exclusivo para o *Treuhänder*, mas cujo exercício se encontra limitado por um acervo de deveres fiduciários assumidos perante o cliente/investidor, em cuja esfera se repercutem os efeitos patrimoniais da atuação do primeiro — cf., por exemplo, KIENTLE, “Vermögensverwaltung”, pp. 1177 ss.; SCHÄFER, “Vermögensverwaltung”, pp. 1214 ss.; P. BALZER, *Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute*, p. 36.

¹⁸⁹⁵ A dogmática geral da oponibilidade externa do fenómeno fiduciário no direito alemão foi atrás objeto de um retrato sintético, mas abrangente, para o qual se remete (cf. §3.1).

¹⁸⁹⁶ Para um tratamento detalhado do problema da tutela dos investidores no quadro do *WR-Gutschrift*, cf. *MünchenerKommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, pp. 1745 ss.

¹⁸⁹⁷ Como atrás se fez referência, uma das exceções acolhidas pela jurisprudência a este princípio é o das *Treuhandkonto*, contas (bancárias) de natureza fiduciária, cuja qualificação enquanto tal depende, em traços gerais, da cognoscibilidade para terceiros daquela sua natureza particular, que dependerá, essencialmente, da aparência (ainda que não da natureza pública) da relação fiduciária que lhe está subjacente — cf. *MünchenerKommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, p. 1750.

¹⁸⁹⁸ Cf. KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1674, referindo-se ao caso do *WR Gutschrift*, assinala que, por regra, subjacente à relação fiduciária que se estabelece entre o investidor e o seu intermediário financeiro está precisamente um mandato para aquisição, que este executa adquirindo, no mercado estrangeiro, os valores mobiliários, de que permanece titular por conta e risco do seu cliente (e mandante). Só assim não será — caso em que seria respeitada esta exigência de imediação — quando o cliente entregue ao intermediário financeiro, a título fiduciário, os valores mobiliários para depósito junto de uma instituição estrangeira.

¹⁸⁹⁹ A respeito da custódia de bens de clientes junto de terceiros, cf. BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, p. 367; FUCHS, *WpHG*, §34a, pp. 1581 ss.; *Kölner Kommentar zum WpHG/MÖLLERS*, §34a, p. 1539 e pp. 1552 ss.; SCHWARK, *Kapitalmarktrechts* (§34a), p. 1349. A qualificação destas como *Treuhandkontos* seria possível uma vez que o requisito da cognoscibilidade da natureza fiduciária da titularidade daqueles valores mobiliários estaria preenchido (cf. *Münchener Kommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, p. 1750). Tal sucederia, em particular, no assinalado exemplo do *WR-Gutschrift*, onde um conjunto de circunstâncias contribuiria para a aparência (*Offenkundigkeit*) da relação fiduciária constituída entre intermediário financeiro e cliente; não apenas o *WR-Gutschrift* é objeto de consagração legal expressa no *DepotG*, como essencialmente a natureza peculiar da situação proprietária do intermediário financeiro é amplamente reconhecida no tráfego dos negócios (COING, “Die ‘Aufbewahrung’ von Wertpapieren im Ausland als Treuhandgeschäft”, p. 469), sendo objeto de expressa referência nas condições gerais comumente utilizadas pelos bancos germânicos (KÜMPEL, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, p. 1674, referindo-se ao já atrás referido §12.3 das *Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte*, e expressamente rejeitando que a natureza pública constitua uma característica imperativa das *Treuhandkontos*), para além de influenciar diretamente o conteúdo da relação contratual estabelecida entre o intermediário financeiro e a entidade depositária estrangeira. GÖRMANN/KLANTEN, “Das Depotgeschäft”, p. 1984, a este respeito, referem-se expressamente à chamada *Drei-Punkte-Erklärung*, declaração de compromisso que o intermediário financeiro obtém da central

literatura recente vozes que procuram ir mais longe, oferecendo como critério único a possibilidade de determinação do património objeto da relação fiduciária¹⁹⁰⁰; se este acervo se encontra segregado na esfera do *Treuhänder*, ou pode nela ser objetivamente determinado, não existirá razão para negar ao investidor/fiduciante um direito de separação¹⁹⁰¹.

Por tratar detalhadamente o tema da segregação patrimonial, no quadro do art. 22. t.u.f.¹⁹⁰², merece também referência o direito italiano¹⁹⁰³. Aquele dispositivo legal — em

depositária ou do intermediário financeiro junto de quem se encontram os valores mobiliários detidos por conta de clientes. Nesta, a entidade depositária estrangeira não apenas reconhece a natureza fiduciária da titularidade imputada ao intermediário financeiro alemão, como se obriga a não praticar quaisquer atos de apreensão ou retenção daqueles valores mobiliários para assegurar o cumprimento de dívidas próprias do intermediário financeiro. Este reconhecimento contratual da natureza fiduciária da titularidade dos valores mobiliários contribuiria, decisivamente, para a aparência dessa mesma natureza particular no tráfego jurídico (também, EINSELE, “Segregation”, p. 102). Já a respeito da custódia de bens de clientes imposta pelo §34aWpHG, a doutrina nota não ser imperativa a comunicação, à instituição depositária, da identidade dos investidores e beneficiários da atuação fiduciária da empresa de investimento (cf. BENICKE, *Wertpapiervermögensverwaltung*, p. 367), bastando que, no momento da abertura da conta, seja claro para a instituição depositária que o propósito da mesma é o de custodiar bens (dinheiro ou valores mobiliários) que, apesar de formalmente em nome da empresa de investimento, se encontram funcionalmente afetos a patrimónios alheios (HADDING/HÄUSER, “Treuhandkonto”, pp. 760 ss.; *Kölner Kommentar zum WpHG/MÖLLERS*, §34a, p. 1553; FUCHS, WpHG, §34a, pp. 1582-1583). E é precisamente esta qualificação como *Treuhandkonto* que isola os bens nestes termos detidos por conta dos investidores num cenário de execução, singular ou coletiva, da empresa de investimento (cf., por todos, HADDING/HÄUSER, “Treuhandkonto”, pp. 765 ss.).

¹⁹⁰⁰ Cf. EINSELE, *Wertpapier als Schuldrecht*, pp. 425 ss., *Bank- und Kapitalmarkt*, pp. 436 ss., e *MünchenerKommentar HGB (Depotgeschäft)/EINSELE*, p. 1751. Do que aqui se trata mais não é do que a transposição para as situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários das construções que, no quadro da dogmática geral do negócio fiduciário, rejeitam que o fundamento da tutela do *Treugeber* se encontra na existência de uma transmissão do bem fiduciário diretamente deste para o *Treuhänder* e, ao invés, acentuam a relevância do vínculo de afetação funcional que grava o património fiduciário. Fundamentais na consolidação desta doutrina da *Bestimmbarkeit* foram, como se viu atrás, as obras de COING e KÖTZ e WALTER. Em maior detalhe, cf. §3.1.

¹⁹⁰¹ Seria esta determinabilidade o fundamento para a qualificação da conta aberta em nome do intermediário financeiro como conta fiduciária, e por essa via o fundamento para a tutela reforçada da posição do investidor em *Gutschrift in Wertpapier* — cf. EINSELE, *Wertpapier als Schuldrecht*, p. 428.

¹⁹⁰² Para o que aqui interessa, dispõe o seguinte: Art. 22.: 1. *Nell'aprestazione dei servizidi investimento e accessori gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti, a qualunque titolo detenuti dall'impresa di investimento, dalla Sgr, dalla società di gestione armonizzata o dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario, nonché gli strumentifinanziari dei singoliclienti a qualsiasitolodetenutidalla banca, costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario o nell'interesse degli stessi, néquelle dei creditori dell'eventuale depositario o sub-depositario o nell'interesse degli stessi. Leazioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse nei limiti del patrimonio di proprietà di questi ultimi.* 2. *Per i conti relativi a strumenti finanziari e a somme di denaro depositati presso terzi non operano le compensazioni legale e giudiziale e non può essere pattuita la compensazione convenzionale e rispetto ai crediti vantati dal depositario o dal sub depositario nei confronti dell' intermediario o del depositario.* Esta disposição é complementada e concretizada por outras que, de cariz mais adjetivo, encontram a sua aplicação precisamente num cenário de liquidação forçada dos intermediários financeiros (cf., por exemplo, o art. 91. do t.u.b., a respeito da qual B. INZITARI, “Segregazione del património della clientela pressol'intermediario finanziario”, p. 57, nota a ausência de termos de natureza proprietária, não se referindo à propriedade dos bens que integram o património do intermediário financeiro insolvente, nem tão pouco qualificando a pretensão dos clientes como

termos amplos e pouco ambíguos — consagra um *efeito* de separação patrimonial, tanto entre o património do intermediário e o património de clientes (*segregação vertical*), como entre os patrimónios de clientes (*segregação horizontal*)¹⁹⁰⁴. Assim, os instrumentos financeiros (bem como o dinheiro) confiados por um cliente ao intermediário financeiro constituem, *para todos os efeitos*, um património separado do deste e do de outros clientes. A configuração deste efeito de separação patrimonial, com impacto direto na delimitação da esfera de garantia patrimonial do intermediário financeiro, é tornada inequívoca através do expresse reconhecimento de que não são admitidas, sobre esses patrimónios de clientes, *quaisquer ações propostas por credores do intermediário ou no seu interesse, bem como por eventuais terceiros que atuem como depositários ou custodiantes* (cf. art. 22/1 t.u.f., parte final)¹⁹⁰⁵. Acresce, ainda, o reconhecimento legal expresse de que um tal efeito de separação patrimonial se estende ao exercício da compensação pelos credores gerais do intermediário financeiro (cf. art. 22/2 t.u.f.).¹⁹⁰⁶ Significativa é, depois, a circunstância de a lei não fazer depender a produção daquele efeito de separação patrimonial da natureza *real* ou *pessoal* do vínculo que une intermediário financeiro e cliente¹⁹⁰⁷; constituem um património separado os instrumentos financeiros (e dinheiro) *a qualquer título detidos* pelo intermediário financeiro.

Diversamente do que acontece na disciplina da segregação patrimonial vigente no nosso direito, o art. 22 t.u.f. não deixa margem para dúvidas de que o efeito de separação patrimonial se dá relativamente aos bens que, por qualquer razão, sejam detidos pelo intermediário financeiro em nome próprio mas por conta de clientes, hipótese em que estes

de reivindicação *stricto sensu*, mas antes como de restituição. Sobre estas disposições, por exemplo, CAPOLINO/COSCIA/ GALANTI, “La crisi delle banche e delle imprese finanziarie”, pp. 873 ss.

¹⁹⁰³ Para uma breve síntese histórica do tratamento desta matéria no ordenamento italiano, P.G. JAEGER, “Segregation of Assets and Insolvency under Italian Law”, pp. 106 ss.

¹⁹⁰⁴ O princípio da dupla separação patrimonial — por todos, G. GUGLIOTTA, “Art. 22.”, pp. 191 ss.

¹⁹⁰⁵ Em coerência, as pretensões dos credores gerais dos clientes do intermediário financeiro são igualmente limitadas ao património constituído pelos instrumentos financeiros e o dinheiro confiados ao intermediário financeiro por cada cliente. Configurando o art. 22. t.u.f. como uma regra destinada a resolver o conflito entre diferentes categorias de clientes, cf. B. INZITARI, “Segregazione del patrimonio della clientela presso l’intermediario finanziario”, p. 55.

¹⁹⁰⁶ Cf. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 286 ss.; também, E. CASTELLANI, “L’operatività della compensazione nei rapporti tra intermediari finanziari internazionali”, pp. 39 ss.

¹⁹⁰⁷ Cf. S. FORTUNATO, “Liquidazione coatta delle Sim e rapporti pendenti”, pp. 35 ss.; S. BONFATTI, “L’accertamento del passivo e il regime dei riparti di liquidazione”, pp. 127 ss. Notando que o art. 22 t.u.f. encontra aplicação tanto nos casos em que o intermediário financeiro atua em nome e por conta de clientes, como quando atua em nome próprio mas por conta e no interesse de clientes, B. INZITARI, “Segregazione del patrimonio della clientela presso l’intermediario finanziario”, p. 55; R. LENER, “Effetti del provvedimento di liquidazione”, p. 22.

dispõem de uma pretensão (de natureza creditícia) à sua fruição económica e entrega uma vez cessada a relação contratual de intermediação¹⁹⁰⁸. O critério para a verificação do efeito de separação patrimonial e, em consequência, para o reconhecimento da oponibilidade da posição jurídica do investidor face aos credores gerais do intermediário financeiro, não é portanto a natureza jurídica (real ou pessoal) da pretensão de que o credor é titular, mas antes a alocação do risco de investimento. Como se adivinha, é por esta via que a doutrina estende aquele efeito de separação patrimonial às situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários¹⁹⁰⁹. É aliás apontado na literatura que a *projeção prescritiva* desta disposição legal reside precisamente na imposição do efeito de separação patrimonial relativamente a instrumentos financeiros que se encontram na titularidade do intermediário financeiro, pois só nesse casos se estará, na realidade, a impor um distinto regime de responsabilidade patrimonial¹⁹¹⁰.

VII. O critério de responsabilidade que se acaba de enunciar tem evidente aplicação na situação paradigmática de titularidade fiduciária de valores mobiliários que atrás se descreveu. Ficou demonstrada, com fundamentação a que não interessa aqui voltar, a natureza fiduciária daquelas manifestações no tráfego mobiliário português de *titularidade indireta* de valores mobiliários, assentes justamente em modelos contratuais que combinam elementos do mandato sem representação e do contrato de registo/depósito de valores

¹⁹⁰⁸ Consequentemente, o art. 22. t.u.f. habilitaria o cliente, titular apenas de um direito de crédito à entrega de um determinado acervo patrimonial confiado ao intermediário, a solicitar a respetiva separação da massa insolvente do intermediário, ao abrigo do art. 103 l. Fall. (cf. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, pp. 505 ss.; G. BOZZA, “Diritti mobiliari dei terz in el fallimento (accertamento del)”, pp. 223 ss.).

¹⁹⁰⁹ Cf. P.G. JAEGER, “Segregation of Assets and Insolvency under Italian Law”, p. 111, que considera o art. 22. t.u.f. um avanço significativo na tutela dos investidores que confiam *fiduciariamente* os seus investimentos aos intermediários financeiros, mas ainda insuficiente para alcançar o nível de proteção conferido pelo direito inglês dos *trusts*, em particular nos casos de alienação do bem fiduciário a terceiros de boa fé. Reconhecendo a aplicação do art. 22. t.u.f. a situações de titularidade fiduciária, veja-se também BONFATTI, “L’accertamento del passivo e il regime dei riparti di liquidazione”, p. 129; PRETTO-SAKMANN, *Boundaries of Personal Property*, pp. 44-45; SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 342 ss. Sobre a relevância, no tráfego jurídico italiano, de situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários, para além da literatura citada em §8.1, cf. U. CARNEVALI, “Intestazione fiduciária”, pp. 455 ss.; P.G. JAEGER, “Sull’intestazione fiduciária”, pp. 181 ss.; DI. MAIO, “L’intestazione fiduciaria per conto di una società di capitali”, pp. 822 ss.; e SATURNO, *La proprietà nell’interesse altrui*, pp. 31 ss.

¹⁹¹⁰ P. GAGGERO, “Art. 22.”, p. 235. Refira-se ainda que solução idêntica é defendida, no direito espanhol, para a situação dos chamados *valores indirectos*, i.e. os valores mobiliários indiretamente detidos pelos investidores, fora portanto do modelo de titularidade direta genericamente prevista na lei espanhola; fundamento para uma tal tutela é precisamente a natureza fiduciária da titularidade reconhecida ao intermediário financeiro (CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 332; SANTILLÁN, “Cuentas ómnibus y regimen de separación del art. 80 LC”, pp. 234 ss.).

mobiliários¹⁹¹¹. Assim sendo, da mesma maneira que a fruição económica daquele acervo patrimonial é vedada ao intermediário financeiro, a aplicação conjunta do art. 1184.º e do art. 306.º/2 CdVM estende essa neutralidade patrimonial aos seus credores gerais, que não poderão assim satisfazer as respetivas pretensões à custa do acervo de investimento detido por conta e risco dos investidores.

Esta conclusão, ancorada na análise que até aqui se completou, vem por seu turno confirmar que a configuração jurídica que atrás se atribuiu àqueles fenómenos do tráfego e, em concreto, a sua recondução dogmática à categoria da titularidade fiduciária com fins gestórios, não é necessariamente prejudicial para o investidor/fiduciante. Isto porquanto à pretensão obrigacional deste é, afinal, reconhecida tutela reforçada num eventual conflito com os credores gerais do intermediário financeiro, uma vez que o seu património de investimento fica sujeito a um dos *regimes especialmente estabelecidos em consequência da separação de patrimónios*¹⁹¹². Se, não obstante, aquele acervo fiduciário for agredido pelos credores gerais do intermediário financeiro, acrescem aos deveres fiduciários gerais de separação patrimonial os deveres especificamente impostos pela disciplina da intermediação financeira, e que, num cenário de apreensão ilícita do bem fiduciário, obrigariam o intermediário financeiro a recorrer aos mecanismos previstos na lei processual para obstar ou, pelo menos, invalidar uma tal apreensão (ilícita) do bem fiduciário a benefício dos demais credores¹⁹¹³. Da perspetiva do investidor/fiduciante, e na

¹⁹¹¹ Cf. §9.2 e 9.3.

¹⁹¹² Significa isto que, como ficou atrás explicado em mais pormenor — cf. §6.2, —, sendo movida uma execução contra o intermediário financeiro, devem os valores mobiliários inscritos na conta *omnibus* que está na base da cadeia de intermediação ser considerados *impenhoráveis*; o agente da execução deve abster-se de ordenar a penhora daquele bem fiduciário (cf. art. 834.º CPC). Num contexto de insolvência, o regime de separação resultante da aplicação conjugada do art. 1184.º e art. 306.º/2 CdVM impede que aquele património de investimento detido pelo insolvente fiduciariamente por conta de clientes integre a respetiva massa insolvente (cf. art. 46.º/2 CIRE).

¹⁹¹³ Para além da malha normativa detalhada da segregação patrimonial, a que o intermediário financeiro permanece vinculado mesmo num cenário de crise, a reação contra uma tal apreensão ilícita de valores mobiliários por si detidos por conta de clientes seria ainda imposta pelo princípio geral de atuação no sentido da proteção dos legítimos interesses dos clientes e da eficiência do mercado (cf. art. 304.º/1 CdVM), bem como pelo dever de observar os ditames da boa fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência. (cf. art. 304.º/2 CdVM). Também o respeito pela disciplina da prevenção e eliminação de conflitos de interesses (cf. art. 309.º ss. CdVM) obrigaria o intermediário financeiro a reagir contra uma decisão judicial de apreensão de valores mobiliários de que é apenas titular fiduciário. Refira-se que o incumprimento destes deveres, para além de dar origem a responsabilidade contratual, é também objeto de tutela sancionatória pela CMVM (cf. arts. 388.º ss. CdVM). Significa isto que, num cenário de execução singular, ordenada a penhora dos valores mobiliários, o intermediário financeiro deverá, dentro do prazo previsto para a oposição à penhora, oferecer *a substituição daquele bem por outros bens que assegurem os fins da execução* (cf. art. 834.º/3-a) CPC), para além de, por outro lado, dever deduzir oposição àquela penhora com fundamento *na incidência sobre bens que, não respondendo, nos termos do direito substantivo, pela dívida exequenda, não deviam ter sido atingidos pela diligência* (cf. art. 863.º-A/1-c) CPCI. Num contexto de insolvência, o intermediário financeiro deverá, no quadro

ausência de reação do intermediário financeiro a uma tal apreensão ilícita do seu património de investimento, a sua posição jurídica será oponível aos demais credores gerais daquele intermediário financeiro, seja por via da dedução de embargos de terceiro — visando por esse meio obstar à venda judicial do bem fiduciário¹⁹¹⁴ —, seja por via da separação daqueles valores mobiliários da massa insolvente do intermediário financeiro¹⁹¹⁵. Da mesma forma, serão aqui plenamente aplicáveis as considerações que atrás ficaram feitas a respeito da situação (funcionalmente análoga) em que credores gerais do intermediário financeiro pretendam recorrer à compensação de créditos para extinguir uma dívida própria, usando para o efeito um crédito de que é titular o intermediário financeiro em nome próprio mas por conta de um cliente; nesse cenário, e como ficou detalhadamente exposto atrás, o exercício da compensação será inadmissível, justamente por ter como objeto um *crédito impenhorável*¹⁹¹⁶.

11.2 Segue: segregação enquanto *efeito* e segregação enquanto *procedimento*; a separação patrimonial nas relações fiduciárias de objeto variável; a hipótese de *inflação* dos registos internos do intermediário financeiro (*shortfalls*)

I. O que ficou atrás dito não basta para dar por encerrado o tema. Interessa, para completar o quadro dogmático que vem sendo traçado, olhar mais de perto para os pressupostos de que depende a verificação do efeito de separação patrimonial relativamente a valores mobiliários de que um intermediário financeiro seja titular fiduciário. Em concreto, coloca-se o problema da *prioridade temporal* da constituição da relação entre intermediário financeiro/fiduciário e cliente/fiduciante relativamente à abertura do processo de insolvência do primeiro, enquanto pressuposto da separação patrimonial do acervo mobiliário detido por conta, e, mais genericamente, o problema da *documentação* daquela relação fiduciária nos casos — comuns — em que o seu objeto é dinâmico e variável¹⁹¹⁷. Interessa recordar que o critério de oponibilidade destilado a partir

do dever de colaboração previsto no art. 83.º CIRE, prestar ao administrador da insolvência a informação necessária para evitar a inclusão daquele acervo patrimonial na massa insolvente

¹⁹¹⁴ Cf. nota 1106.

¹⁹¹⁵ Cf. nota 1107.

¹⁹¹⁶ Cf. §6.2.

¹⁹¹⁷ Sobre estas condições da separação patrimonial habilitada pelo art. 1184.º, cf. §§5.1 e 6.2.

do art. 1184.^o exige um esforço interpretativo especial nas situações em que a relação fiduciária é de execução continuada e apresenta um objeto variável, hipótese em que, para além do documento constitutivo daquela relação jurídica, assume relevância o subsequente processo de documentação dos atos jurídicos praticados pelo fiduciário por conta do fiduciante¹⁹¹⁸. Por outro lado, releva a sobreposição de planos evidenciada pela disciplina especial da intermediação financeira, onde a separação patrimonial surge simultaneamente numa perspetiva estática — enquanto *efeito jurídico* — e numa perspetiva dinâmica — como um *dever* de cariz organizatório —, e que está na origem de uma dificuldade interpretativa particular: a de saber se e em que medida estes planos distintos se condicionam reciprocamente e, em concreto — trazendo para o direito português uma questão muito debatida, por exemplo, no direito italiano¹⁹¹⁹ —, se o desrespeito pelo *dever* de segregação patrimonial impede a produção daquele *efeito* de separação patrimonial em benefício dos clientes¹⁹²⁰.

¹⁹¹⁸ Cf. §5.1.2.

¹⁹¹⁹ Sobre o problema, no ordenamento italiano, merece referência a disciplina especificamente prevista no quadro da *liquidazione forzata* de instituições de crédito, respeitante à restituição de bens de clientes (cf. art. 91 t.u.b.) e que vem concretizar o princípio geral de segregação patrimonial consagrado no art. 22 t.u.f. São traçados três cenários distintos: num primeiro, em que o intermediário financeiro tenha respeitado plenamente o dever de segregação patrimonial, a entidade responsável pela liquidação da instituição financeira deve restituir aos clientes os ativos (instrumentos financeiros e dinheiro) a eles pertencentes, não os incluindo, em consequência, no acervo patrimonial posto à disposição dos demais credores. Quando, ao invés, o intermediário financeiro haja cumprido o dever de segregação vertical — *i.e.* entre o património do intermediário financeiro e os de clientes —, mas não o de separação horizontal, a lei prevê a distribuição paritária e proporcional do acervo patrimonial disponível pelos clientes, regra que se aplica mesmo em caso de insuficiência para satisfazer a totalidade das pretensões destes. Por fim, para o cenário em que o intermediário financeiro desrespeite simultaneamente o dever de segregação vertical e horizontal, a lei impõe já, para a distribuição da massa *confusa*, a aplicação de um critério paritário entre os clientes e os demais credores do intermediário financeiro, o que na realidade corresponde à aplicação do princípio geral da *par conditio creditorum* previsto no art. 2741 *codice* (P.G. JAEGER, “Segregation of Assets and Insolvency under Italian Law”, p. 111). O interesse desta disciplina, numa perspetiva juscomparativa, é que ela suscitou na doutrina italiana dificuldades de articulação entre a segregação patrimonial enquanto *efeito jurídico* e enquanto *procedimento*; na literatura, IAMICELI, *Unità*, pp. 503 ss.; B. INZITARI, “Segregazione del patrimonio della clientela presso l’intermediario finanziario”, pp. 55 ss.; STALLA, “Separatezza, individuazione e revocatoria fallimentare nell’insolvenza dell’intermediario finanziario”, pp. 199 ss.; S. FORTUNATO, “Liquidazione coatta delle Sim e rapporti pendenti”, pp. 36 ss.; SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 278 ss. e 295 ss.

¹⁹²⁰ Como sublinho na nota anterior, o tema é debatido nestes termos na literatura italiana. Parte da doutrina entende que o cumprimento dos deveres de segregação patrimonial impostos aos intermediários constituem um *antecedente* do efeito de separação patrimonial, incluindo nas situações em que o intermediário financeiro atua fiduciariamente em nome próprio mas por conta de clientes (cf., por exemplo, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 295 ss.). No quadrante oposto, alguns autores apontam o paradoxo que resultaria da consagração legal do efeito de separação patrimonial (em benefício e para proteção dos investidores), condicionado porém pelo cumprimento de obrigações que só respeitam ao intermediário financeiro (assim, IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, p. 504.). Se assim fosse, o efeito de separação patrimonial, que visaria a tutela dos clientes e investidores, seria eliminado *semplesmente* como resultado da confusão patrimonial operada, ilicitamente, pelo intermediário financeiro (cf. G. BRANCADORO, “Diritti sugli strumenti finanziari e disciplina del concorso”, pp. 197 ss.). A constatação de um tal paradoxo tem conduzido à busca de soluções alternativas, que, permanecendo compatíveis com o direito positivo, assegurem o regime de

A solução para os problemas enunciados não pode deixar de encontrar o seu fundamento, uma vez mais, na teleologia que subjaz à disciplina prevista nos arts. 306.º a 306.º-D CdVM, conjugada, nos termos acima expostos, com o regime vertido no art. 1184.º. Neste quadro, seria incongruente fazer depender o efeito de separação patrimonial, normativamente imposto para tutela do investidor/fiduciante, do estrito cumprimento pelo intermediário financeiro do acervo de deveres que lhe são impostos por lei. Cedendo o princípio da *par conditio creditorum* face à projeção normativa de certos vínculos de afetação funcional, aliás reforçada na disciplina específica da intermediação financeira, não pode seguramente o *incumprimento* dos deveres de segregação material dos patrimónios dos clientes — facto jurídico dependente do intermediário financeiro — ter como efeito o *regresso* à paridade entre classes de credores que a lei, na verdade, distingue. Seria evidente o *paradoxo* subjacente a uma tal solução, que condicionaria o efeito jurídico de separação patrimonial — consagrado na lei em benefício e para proteção do fiduciante/investidor, reitera-se — ao cumprimento, pelo intermediário financeiro, de obrigações que só a ele respeitam e que o investidor/cliente não poderá, por regra, verificar e monitorizar. Se assim fosse, o incumprimento da disciplina da segregação — na sua vertente de segregação vertical¹⁹²¹ e/ou horizontal¹⁹²² — e, portanto, a *confusão* patrimonial operada, ilicitamente, pelo intermediário financeiro, resultaria na eliminação do efeito de separação patrimonial, solução intolerável quando valorizado o elemento teleológico que, como demonstrado, é aqui decisivo¹⁹²³.

segregação patrimonial previsto no art. 22 t.u.f e, por essa via, uma tutela mais efetiva da posição dos clientes do intermediário financeiro insolvente. Tal seria possível quando a contabilidade interna do intermediário financeiro, o contrato de intermediação celebrado com cada cliente e as comunicações periódicas a estes enviadas pelo intermediário financeiro permitissem discernir as quantidades de instrumentos financeiros que, do acervo patrimonial confuso, são imputáveis a cada um daqueles clientes (cf. P. GAGGERO, “Art. 22.”, pp. 237 ss.; A. PARADISO, “Intermediazione e separazione dei patrimoni”, pp. 42 ss.).

¹⁹²¹ O que sucederá, por exemplo, quando o intermediário financeiro registe numa conta aberta em seu nome — junto de si ou, quando tal fosse imposto, de terceiro — valores mobiliários (e dinheiro) detidos por conta de clientes e valores mobiliários (e dinheiro) integrantes da sua carteira própria, dessa forma violando os arts. 306.º/1, 306.º/5-d) e e), todos do CdVM.

¹⁹²² Quando, por exemplo, o intermediário financeiro, titular fiduciário de valores mobiliários por conta de clientes, não proceda ao devido desdobramento em contas internas das respetivas posições recíprocas, desrespeitando por esta via as injunções previstas nos arts. 306.º/1, 306.º/5-b) e d) CdVM. Nestes casos, como nos retratados na nota anterior, o comportamento ilícito do intermediário financeiro não pode simplesmente ter um *efeito expropriativo* do direito do cliente, exceto quando entre em ação o regime da aquisição a *non domino* e desde que verificados os respetivos pressupostos.

¹⁹²³ A isto acresce, especificamente para um cenário de insolvência, um outro dado normativo de relevo, a que aliás se fez já referência (“cf. §5.6, nota 1123): trata-se do disposto no art. 141.º/4 CIRE, que vem permitir justamente a separação de bens fungíveis que não se encontrem individualizadas na esfera do devedor insolvente, desde que seja possível reconstituir as quantidades em concreto imputáveis a cada investidor/fiduciante. Ao contrário do que é sucede noutros direitos, em que a doutrina que sustenta a tutela do

Isto dito, valerá, em qualquer caso, o aludido critério de prioridade temporal que, imposto pela coordenada central resultante do art. 1184.^o, não colide com o objetivo normativo de proteger o investidor do *risco de intermediação*. Transposto para as situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários, significa isto que a oponibilidade do vínculo de afetação funcional aos credores gerais do intermediário financeiro dependerá sempre da prévia *documentação* daquela atuação gestória de intermediação, bem como da consequente delimitação (do tipo e da quantidade) dos valores mobiliários que dela são objeto¹⁹²⁴. Acompanhando, neste domínio, a doutrina que vai ganhando força no direito alemão e que encontra na determinabilidade (*Bestimbarkeit*) o pressuposto crítico da tutela do fiduciante¹⁹²⁵, a *autonomia* dos patrimónios de investimento de clientes do intermediário financeiro insolvente está condicionada pela (possibilidade de) reconstituição, a partir dos elementos resultantes da execução contratual, do acervo que integra a título fiduciário a esfera do intermediário financeiro¹⁹²⁶. Recorrendo à contabilidade interna do intermediário financeiro, ao contrato de intermediação, às comunicações periódicas enviadas pelo intermediário financeiro, ou aos registos de terceiros custodiantes e de entidades gestoras de sistemas centralizados¹⁹²⁷, o reconhecimento normativo de uma massa patrimonial distinta em benefício do investidor/fiduciante dependerá da identificação dos tipos e quantidades de instrumentos financeiros que, mesmo não segregados, são imputáveis a cada um dos clientes do intermediário financeiro insolvente¹⁹²⁸. Com base neste critério, a

fiduciante *cede* nos casos em que bens fungíveis objeto de uma relação fiduciária tenham sido misturados com outros pertencentes ao fiduciário — é assim, maioritariamente, no direito italiano —, aquele elemento normativo vigente no nosso direito é decisivo para permitir a separação de valores mobiliários mesmo quando estes não se encontrem *individualizados*, tendo o fiduciário violado o dever de segregação material (v.g. por exemplo, não tendo inscrito valores mobiliários detidos por conta de clientes numa *conta omnibus de clientes*).

¹⁹²⁴ Conforme se viu atrás (cf. §5.1), este requisito tem um duplo alcance: a um tempo, demonstrando ser equilibrada a ponderação ínsita ao art. 1184.^o, assenta numa preocupação de proteção das legítimas expectativas de terceiros e, em particular, de salvaguarda de eventuais situações de fraude a credores (do mandatário e do mandante), excluindo a tutela de *pseudo-aquisições* com o exclusivo intuito de assegurar a aplicação a determinados bens da proteção conferida pela norma; a outro tempo, serve fins probatórios.

¹⁹²⁵ Nestes termos, por exemplo, EINSELE, *Wertpapier als Schuldrecht*, pp. 425 ss.

¹⁹²⁶ Sigo de perto o entendimento de P. GAGGERO, “Art. 22.”, p. 239, para quem a autonomia patrimonial dos valores mobiliários detidos por conta de clientes, como instrumento de tutela face ao *risco de intermediação*, não exige a separação *material* (ou *de facto*) dos valores mobiliários (e dinheiro) que constituem o património fiduciário, exigindo apenas que os bens a separar sejam individualizáveis e identificáveis.

¹⁹²⁷ A respeito da reconstituição do património de clientes a partir da compatibilização de elementos contabilísticos do intermediário financeiro, bem como de outros agentes de mercado (depositários, depositários centrais), M. CERA, “Note minime su confusione dei patrimoni”, p. 206.

¹⁹²⁸ Como nota B. INZITARI, “Effetti della liquidazione”, p. 1214, tal será facilitado pelo generalizado recurso aos registos informativos, que só não possibilitarão a reconstrução do património a separar nos casos de completa omissão. Este critério tem como limite a efetiva existência, na esfera jurídica do intermediário financeiro, dos valores mobiliários a separar, bem como de elementos que inequivocamente comprovem a sua

entidade responsável pela liquidação do intermediário financeiro poderá, com maior ou menor dificuldade de prova, identificar o *percurso* e a *localização* dos valores mobiliários e, em consequência, separar da massa insolvente aqueles ativos que, sendo-lhes reconhecida autonomia patrimonial, não devem ser colocados à disposição dos credores gerais do intermediário financeiro¹⁹²⁹.

II. Interessa que nos detenhamos sobre este tema da *documentação* da relação fiduciária naqueles casos em que ela tem um objeto (efetivo ou meramente potencial) variável, quer quanto ao tipo de valores mobiliários, quer quanto às suas quantidades. Assim acontece, quase sempre, naquelas situações de titularidade indireta de valores mobiliários que foram atrás descritas, em particular nas que pressupõem a prestação de serviços de custódia (dinâmica) e gestão de patrimónios de investimento, em que tipicamente o contrato de intermediação não prevê a aquisição de uma quantidade fixa de valores mobiliários, nem sequer se limita a um particular tipo ou a uma categoria mas, ao invés, dá origem a uma relação contratual duradoura, no âmbito da qual o cliente/fiduciante emite sucessivas ordens e instruções de compra e de venda, de acordo com as condições de mercado, o seu perfil de risco e as suas disponibilidades, variando amplamente a composição do património fiduciário.

Nesta hipótese, o conteúdo da relação fiduciária integra uma conta-corrente¹⁹³⁰, mantida pelo intermediário financeiro, contendo a representação contabilística dos sucessivos atos jurídicos (e materiais) de aquisição e alienação praticados por conta do cliente, da qual resulta, reflexamente, a situação patrimonial do cliente por referência ao património fiduciário. Assim sendo, relevante para a produção do efeito de separação

pertença, não podendo o efeito de separação conferir ao cliente direitos em prejuízo injustificado de terceiros. Assim sucederá quando, mesmo sendo o intermediário financeiro titular de valores mobiliários coincidentes com os *reivindicados* pelo cliente, a entidade responsável pela insolvência não consiga com certeza comprovar que tais valores mobiliários foram efetivamente adquiridos por conta de um cliente em particular (IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, p. 511); ou quando existam dúvidas fundadas quanto aos termos em que foi executada uma instrução de cliente (B. INZITARI, “Effetti della liquidazione”, pp. 1213 ss.).

¹⁹²⁹ Chega a conclusão próxima, no direito italiano, IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, p. 508.

¹⁹³⁰ Em sentido *material*, ou *contabilístico*, não necessariamente sob a forma contratual. Sobre esta distinção, volto a remeter para o que escrevi atrás (cf. §6.2). É certo que uma relação de intermediação como a descrita no texto, pela sua natureza e por pressupor, da parte do intermediário financeiro, uma atividade gestória continuada, integra uma *conta-corrente contabilística*, da qual consta a representação das operações realizadas a cada momento por conta do fiduciante, e cujo resultado económico dever ser repercutido na esfera deste; é a essa que faço referência no texto. Será já apenas eventual a existência de um verdadeiro contrato de conta-corrente, por meio do qual se processa a compensação dos créditos e débitos inscritos nas rubricas de “*deve*” e *haver*” até que seja apurado o respetivo saldo final, devido ou pelo fiduciante ou pelo fiduciário.

patrimonial será não apenas o contrato de intermediação em que se funda a relação fiduciária entre intermediário financeiro e cliente, mas esta sucessiva documentação das contínuas variações do património fiduciário. Razão porque a aferição daquele critério de prioridade temporal de que depende o reconhecimento de autonomia patrimonial aos valores mobiliários detidos a título fiduciário pelo intermediário financeiro se fará, nestas situações de conteúdo variável, não apenas com base na data daquele contrato de intermediação, mas acima de tudo com base no *saldo final* constante da conta-corrente no momento imediatamente precedente à abertura do processo de insolvência do intermediário financeiro (ou, num cenário de execução singular, no momento imediatamente precedente ao registo da penhora).

III. Mesmo o reconhecimento de um efeito de separação patrimonial em benefício do investidor/fiduciante não é bastante para, num cenário de insolvência do intermediário financeiro, impedir sempre uma repercussão negativa na esfera patrimonial daquele. Tal acontecerá, por exemplo, num cenário em que o intermediário financeiro haja incumprido os deveres de segregação patrimonial — ou os relacionados com a utilização de bens de clientes — e, decretada a sua insolvência, seja apurado na sua esfera jurídica um número de valores mobiliários insuficientes para *entregar* aos investidores, solvendo os compromissos assumidos perante estes¹⁹³¹. Este problema não se coloca — exceto em situações extremas de fraude e falsificação das contas — para os valores mobiliários que se encontrem registados em contas de registo individualizado abertas em nome dos próprios clientes, caso em que a titularidade mobiliária permanece na esfera destes e em que, por isso, a sua *retirada* da massa insolvente está por princípio assegurada. Inversamente, nas situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários, pode dar-se a hipótese patológica em que, num cenário de insolvência¹⁹³², os investidores são credores de mais valores mobiliários do

¹⁹³¹ *I.e.*, quando o intermediário financeiro seja titular de valores mobiliários insuficiente para cumprir pontualmente a obrigação fiduciária de (re)transferir para a esfera do investidor/fiduciante (ou, mais corretamente, para a de um outro intermediário financeiro indicado por este), o património de investimento — composto por valores mobiliários e dinheiro — que constitui o objeto da relação fiduciária.

¹⁹³² Insiste-se neste aspeto porque o problema reveste de facto uma natureza totalmente diversa num cenário em que o intermediário financeiro não é titular de valores mobiliários em quantidade suficiente para cumprir as obrigações a que se encontra vinculado perante os seus clientes, mas é ainda solvente; neste cenário, ele poderá simplesmente adquirir em mercado — e por princípio os clientes poder-lhe-ão exigir que o faça — os valores necessários para restabelecer a paridade entre, de um lado, os valores mobiliários inscritos na conta *omnibus* aberta em seu nome e, por outro, os seus registos internos que processam ao desdobramento das posições individuais dos clientes. Assim, por exemplo, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 333; GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”,

que aqueles de que o intermediário financeiro é titular fiduciário e em que, dessa forma, o somatório das posições individuais de cada um dos investidores se encontra *inflacionado*¹⁹³³ por referência ao saldo da conta (*omnibus*) de registo individualizado aberta em nome do intermediário financeiro, onde estão inscritos os valores mobiliários detidos por conta de clientes. Nestes casos, não bastando o efeito de separação patrimonial para assegurar a retransmissão integral do património fiduciário para os investidores (ou para outro intermediário financeiro por eles designado), o que interessa determinar são os termos em que se procede à *repartição* do acervo patrimonial (insuficiente) que se encontra ainda na esfera do intermediário financeiro insolvente.

Na literatura internacional, onde o tema é amplamente debatido¹⁹³⁴, a via tipicamente sugerida, porque intuitiva e mais facilmente concretizável¹⁹³⁵ — por prescindir de uma investigação às causas e ao momento da insuficiência patrimonial¹⁹³⁶ —, consiste na distribuição *pro rata* dos valores mobiliários na titularidade do intermediário financeiro pelos investidores beneficiários do efeito de separação patrimonial, sendo o crédito remanescente de cada investidor depois sujeito a rateio com os demais credores do intermediário financeiro¹⁹³⁷. Com alguma razão, é todavia notado que esta solução se funda muito mais em razões pragmáticas do que em fundamentos dogmáticos¹⁹³⁸ ou de justiça¹⁹³⁹,

24-25. Esta obrigação de reaquisição dos valores mobiliários em falta é, no direito inglês, reconduzida aos deveres fiduciários imperativos do *trustee*, não podendo ser afastada pelas partes sem irremediavelmente afetar a validade do *trust* (cf. MCFARLANE/STEVENS, “Interests in Securities”, pp. 40-41). A mesma solução vale, também, para o direito americano (cf. MOONEY JR./KANDA, “Core Issues under the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities”, pp. 87 ss.), correspondendo também à que foi consagrada nos arts. 24 e 25 da Convenção Unidroit. BENJAMIN, *Financial Law*, p. 435, sublinha que esta obrigação só existirá se a insuficiência patrimonial resultar de uma conduta ilícita do intermediário financeiro; a autora assinala que, na verdade, a causa da insuficiência patrimonial pode não estar necessariamente num comportamento ilícito da parte do intermediário financeiro, resultando antes de razões operacionais, relacionadas por exemplo com os sistemas de liquidação, com situações de insolvência de contrapartes ou com o incumprimento por outros intermediários financeiros (por exemplo custodiantes).

¹⁹³³ No direito espanhol, o problema é retratado como uma situação de *inflación de las cuentas de valores* (por todos, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 332-333).

¹⁹³⁴ Numa perspetiva de direito inglês, GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, pp. 24 ss.; MCFARLANE/STEVENS, “Interests in Securities”, pp. 40 ss.

¹⁹³⁵ Cf. G. MOSS, “Intermediated Securities: Issues Arising from Insolvency”, p. 66.

¹⁹³⁶ Assim, GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, p. 25.

¹⁹³⁷ Cf. G. MOSS, “Intermediated Securities: Issues Arising from Insolvency”, pp. 66-67. Subjacente a esta solução está o reconhecimento da impossibilidade de eliminar totalmente o risco de intermediação; daí que o risco residual deva ser coletivamente suportado pelos investidores, de forma proporcional face aos investimentos realizados (assim, BENJAMIN, *Financial Law*, p. 435). Esta foi, de resto, a solução consagrada no art. 26 da Convenção Unidroit, bem como a solução advogada, no ordenamento inglês, pelo *Financial Markets Law Committee, Property Interests in Investment Securities: Analysis of the Need for and Nature of Legislation relating to Property Interests in Indirectly Held Investment Securities*, Julho 2004.

¹⁹³⁸ Nestes termos, MCFARLANE/STEVENS, “Interests in Securities”, p. 40.

tendo noutros ordenamentos sido exploradas outras soluções¹⁹⁴⁰. Ora, compreendendo-se o apelo de uma tal solução proporcional, não apenas por razões de índole pragmática, mas por ser, no fundo, reconduzível ao princípio fundamental da paridade entre credores de uma mesma classe, a verdade é que um tal critério de distribuição *pro rata* não deve ser objeto de uma aplicação *cega* num cenário de insuficiência patrimonial do intermediário financeiro.

Com efeito, mesmo sem recusar a relevância residual de uma distribuição proporcional do ativo remanescente pelos investidor/fiduciante, interferem na solução a adotar outras dimensões da relação contratual estabelecida com o intermediário financeiro. Deve relevar, por exemplo, a circunstância de o intermediário financeiro ser fiduciário de valores mobiliários numa base coletiva — *i.e.*, por conta de múltiplos clientes, recorrendo a uma conta *omnibus* —, por oposição aos casos em que essa atuação tem por referência um só investidor/fiduciante, prescindindo da prática de *pooling*. Se a insuficiência se verificar numa conta *omnibus*, mas não numa conta, também aberta em nome do intermediário financeiro, destinada à inscrição de valores mobiliários detidos em base segregada por conta de um só cliente¹⁹⁴¹, não haverá fundamento para impor a este último uma partilha proporcional das perdas verificadas na conta *omnibus*; o inverso será, por identidade de razão, plenamente aplicável. Nestas hipóteses, a possibilidade de identificar a causa da

¹⁹³⁹ Como assinala MOONEY, “Beyond negotiability”, nota 110, é transversalmente aplicada a regra de *distribuição proporcional do prejuízo*, mesmo se for possível identificar as operações causadoras da *shortfall*, e for, por isso, possível imputar a um ou mais investidores parte da responsabilidade. Neste sentido, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 333.

¹⁹⁴⁰ Num caso conhecido no ordenamento inglês — *Barlow Clowes International Ltd v. Vaughan* [1992] 4 All ER 22 (CA) —, em que um conjunto de investidores entregou a uma empresa de investimento um montante para a aquisição de ações, tendo no momento da liquidação do fundo sido apurado um valor patrimonial inferior ao investimento inicial, o tribunal discutiu a aplicação de um princípio *first in first out*, promovendo um critério de prioridade temporal e, portanto, o pagamento integral aos investidores que haviam entregue a sua quota mais cedo. MCFARLANE/STEVENS, “Interests in Securities”, pp. 41 ss., criticando esta solução, entendem que, no direito inglês, a solução para o *shortfall problem* deve, em primeira linha, passar pelo instituto do *tracing*, em particular nas situações em que o intermediário financeiro transfira para terceiros os valores mobiliários (ou dinheiro) em violação dos seus deveres fiduciários (*misdirected funds*). A aplicação pura e simples de uma regra *pro rata* será, para os autores, apenas admissível fora dos casos em que tenha havido lugar a um ato de disposição disfuncional da parte do intermediário financeiro/*trustee*, ou em que o investidor tenha acordado com o intermediário financeiro que os valores mobiliários fiduciariamente detidos por conta daquele devem ser segregados dos valores detidos por conta de outros clientes. G. MOSS, “Intermediated Securities: Issues Arising from Insolvency”, pp. 66-67, por seu turno, aponta a imensa dificuldade prática na implementação das regras de *tracing*, no que parece ser acompanhado por GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, pp. 25-26.

¹⁹⁴¹ Por razões de segurança ou mesmo em resultado de exigências regulatórias, os investidores podem preferir, no quadro de uma relação de natureza fiduciária, que o intermediário financeiro não inscreva os valores mobiliários numa conta *omnibus* — junto com os valores mobiliários detidos por conta de outros clientes —, suportando os custos adicionais associados a uma conta *fiduciária* individual. Será assim o caso, por exemplo, de grandes investidores institucionais e de *global custodians*, que mesmo atuando eles próprios por conta de múltiplos clientes, podem preferir que, no intermediário financeiro de ligação ao mercado português, os seus valores mobiliários sejam segregados dos de outros investidores.

shortfall, ou pelo menos de proceder à sua delimitação objetiva, permite evitar a arbitrariedade que inevitavelmente vem associada à aplicação rígida do critério de distribuição proporcional.

Também relevante é o caso em que os investidores, motivados pela maior rentabilização do seu património, autorizam o intermediário financeiro/fiduciário a alienar temporariamente os valores mobiliários que integram o acervo fiduciário e se comprova ser essa alienação a *causa* da insuficiência patrimonial. Este problema será objeto de tratamento mais detalhado na secção seguinte, pelo que só aí será possível reunir todos os elementos necessários para resolver o *shortfall problem*. Sempre se dirá, porém, que ao autorizar o fiduciário a dispor temporariamente dos valores mobiliários que integram o acervo patrimonial separado¹⁹⁴², o investidor/fiduciante está a renunciar à tutela que o especial regime de responsabilidade por dívidas lhe confere, assumindo de forma voluntária um risco jurídico distinto — e mais intenso —, que se identifica com o risco de incumprimento da contraparte do intermediário financeiro no negócio de disposição. Por outro lado, pode também dispensar o recurso a esta alocação proporcional de perdas a possibilidade de, em face de um ato de disposição pelo intermediário financeiro em violação do programa contratual fiduciário e nos termos que serão adiante explicitados, recuperar para a esfera do(s) fiduciante(s) o objeto daquela disposição¹⁹⁴³.

Em suma, parece afinal que aquela regra imediata da distribuição proporcional das perdas num cenário de *inflação* das posições de investimento dos clientes/fiduciantes do intermediário financeiro valerá como critério residual, apenas na medida em que outros fundamentos — relacionados com a estrutura e características da relação contratual, mas também com o perfil e natureza do risco assumido voluntariamente pelos investidores — não permitam uma alocação direta e individualizada daquelas perdas.

¹⁹⁴² Nos termos do art. 306.º-B CdVM, que foi atrás brevemente apresentado (cf. §10.1) e será já de seguida analisado em maior detalhe (cf. §12.º).

¹⁹⁴³ Remete-se, uma vez mais, para o que se diz adiante (§12.º).

§12.º A transmissão ou oneração de valores mobiliários em violação do vínculo fiduciário: a proteção do investidor e a posição dos terceiros adquirentes

12.1 A admissibilidade da *utilização de valores mobiliários de clientes* na disciplina da intermediação financeira; concretização das coordenadas do direito comum e colocação subsequente do problema na disciplina mobiliária

I. Seguindo o percurso traçado na Introdução, paralelo ao que guiou a análise do capítulo II deste estudo, é tempo de nos transportarmos para o outro problema fundamental da *dimensão externa* da relação fiduciária: a alienação ou oneração pelo intermediário financeiro/fiduciário, em violação do programa contratual, dos valores mobiliários de que é fiduciariamente titular por conta de clientes, contrariando a *função* que aqueles valores mobiliários serviam na sua esfera patrimonial e, reflexamente, violando a obrigação que sobre ele impendia de os (re)transferir o investidor/fiduciante¹⁹⁴⁴. O problema surge porque, nas situações descritas de titularidade indireta com relevância no tráfego mobiliário, o intermediário financeiro, embora na qualidade de fiduciário, é o titular registado dos valores mobiliários, legitimado por isso *erga omnes* para o exercício dos direitos inerentes e, também, para os alienar; ao passo que, nos termos expostos, ao investidor/fiduciante cabe uma pretensão obrigacional, de conteúdo mais ou menos complexo, mas que não se encontra plenamente refletida no registo¹⁹⁴⁵. A impossibilidade de reconhecer ao investidor/fiduciante uma posição jurídica real, dotada de sequela, impede o recurso à ação de reivindicação (cf. art. 1311.º), assegurando por essa via a *restituição* do

¹⁹⁴⁴ Tratando-se agora de um problema distinto do da insolvência do intermediário financeiro, a verdade é que é neste cenário que o tema dos atos de disposição ilícitos sobre valores de clientes se coloca com particular acuidade; isto porque, alienados ou onerados os valores mobiliários do cliente, em violação do *pactum fiduciae*, mas encontrando-se o intermediário financeiro ainda solvente, a situação poderá por regra ser remediada através da aquisição de novos valores em mercado, a que poderá acrescer uma indemnização por danos eventualmente sofridos (por exemplo, o não recebimento de um dividendo ou outro rendimento). Já se o intermediário financeiro, depois de dispor dos valores mobiliários, entrar numa situação de insolvência, deixará de poder proceder àquela aquisição em mercado, caso em que a (eventual) tutela do fiduciante ficará sempre dependente da possibilidade de *recuperar* o acervo patrimonial alienado a terceiros.

¹⁹⁴⁵ Como ficou antes dito no quadro da dogmática geral, este risco de *desvio* do bem fiduciário não pressupõe a prática pelo intermediário financeiro de um ato de disposição do bem fiduciário a terceiro, podendo simplesmente resultar da recusa de, cumprida a atividade de gestão acordada, aquele restituir o património fiduciário ao investidor. Neste caso, a configuração daquela obrigação fundamental do intermediário financeiro como uma obrigação de contratar torna possível o recurso ao mecanismo da execução específica como forma de assegurar o respetivo cumprimento coercivo. Sobre este recurso pelo fiduciante à execução específica, remete-se para o que mais detalhadamente ficou dito em §7.2, bem como em §10.2, que aqui prescindo de repetir.

bem fiduciário¹⁹⁴⁶. Interessa dessa forma determinar em que medida (se alguma) o vínculo fiduciário emergente daquela relação de intermediação afeta o conteúdo do poder de disposição reconhecido ao intermediário financeiro, ou se, na falta de fundamento normativo para uma tal limitação, é ainda possível ancorar no direito positivo uma outra via de tutela do investidor.

Para a análise proposta, releva o quadro regulador da atividade de intermediação financeira, do qual resultam elementos normativos que diretamente incidem sobre negócios dispositivos celebrados por intermediários financeiros envolvendo ativos de clientes, e que será adiante analisado em detalhe. Ainda assim, são incontornáveis como pano de fundo as conclusões atrás formuladas no quadro do direito comum¹⁹⁴⁷. Não querendo repetir tudo o que então foi dito, interessa começar por recuperar uma ideia fundamental, que não constitui uma particularidade do direito português: a de que, ao contrário do que sucede com o problema da agressão do bem fiduciário pelos credores gerais do fiduciário, para o qual o direito positivo oferece um conjunto de coordenadas que permitem alicerçar solidamente a tutela da posição do fiduciante, tanto num cenário de execução singular como de execução coletiva, é já bastante mais difusa, porque delimitada a pressupostos particulares, a proteção oferecida ao fiduciante em face de atos de disposição disfuncionais levados a cabo pelo fiduciário. E é assim mesmo quando seja comprovado o conhecimento, pelo terceiro-adquirente, da violação do programa contratual que une fiduciário e fiduciante¹⁹⁴⁸.

Contudo, a ponderação descomprometida dos elementos de direito positivo relevantes para o problema em apreço, associada a preocupações sérias com a unidade e coerência interna do sistema — que deve assegurar soluções jurídicas simétricas para situações materialmente idênticas —, permitiram formular uma solução em parte diferente das que são dominantes na literatura, reconhecendo, para certas situações, uma efetiva limitação do poder de disposição do fiduciário, reflexamente reforçando a posição do fiduciante no confronto com uma categoria particular de terceiros adquirentes de pretensões incompatíveis sobre o bem fiduciário. A plena realização dos objetivos

¹⁹⁴⁶ Cf. o que ficou dito a respeito da impossibilidade de o fiduciante recorrer a meios de tutela de natureza *proprietary* em §7.2.

¹⁹⁴⁷ Para além de referido na incursão juscomparativa atrás efetuada (§3.^o), o problema dos atos de disposição ilícitos do fiduciário foi tratado em detalhe em §7.^o.

¹⁹⁴⁸ Cf. §7.1 detalhadamente.

normativos que subjazem ao art. 1184.^o impede a limitação do seu âmbito de aplicação ao cenário de execução forçada do património do fiduciário, impondo ainda a sua extensão a negócios dispositivos celebrados pelo fiduciário e cujos efeitos sejam materialmente análogos à apreensão coativa do bem fiduciário pelos seus credores gerais¹⁹⁴⁹. Assim, a intenção normativa daquele preceito alcança também — vedando-os — aqueles negócios dispositivos celebrados pelo fiduciário com escopo de garantia em benefício de outros credores, em que aquele acervo fiduciário é usado para garantir ou cumprir uma obrigação pessoal do fiduciário assumida perante terceiro(s)¹⁹⁵⁰.

Esta conclusão, reforçada pelo recurso à doutrina da eficácia externa das obrigações enquanto mecanismo residual de tutela do fiduciante, constitui o ponto de partida para a análise do problema no campo especial da intermediação financeira. O que equivale a afirmar, desde logo — e concretizando estas coordenadas gerais no caso particular da titularidade indireta de valores mobiliários —, a invalidade de atos de disposição com escopo de garantia realizados pelo intermediário financeiro/fiduciário a favor de credores seus, tenham ou não estes conhecimento de que a celebração de tal negócio dispositivo traz consigo a violação de uma obrigação do fiduciário¹⁹⁵¹. Não servindo este critério para salvaguardar todas as hipóteses de violação do *pactum fiduciae*, ele constitui, ainda assim, a chave para a resolução de uma situação-tipo bem relevante, por envolver a classe de terceiros — os credores do intermediário financeiro/fiduciário — relativamente à qual é mais intensa a potencialidade de conflito com o investidor/fiduciante¹⁹⁵². Fora desta constelação de atos de disposição com escopo de garantia, valerá ainda como instrumento de tutela a responsabilização delitual do terceiro adquirente por violação de direito de

¹⁹⁴⁹ Cf. §7.2.

¹⁹⁵⁰ Sobre a extensão desta solução à limitação do exercício da compensação por um credor geral do fiduciário com impacto no património da fidúcia, cf. §7.2.

¹⁹⁵¹ Desta forma, evita-se que o intermediário financeiro/fiduciário use os bens fiduciários para a prossecução de um interesse seu, frustrando dessa forma o critério legalmente prescrito para a resolução do conflito entre o interesse patrimonial do fiduciante e o interesse patrimonial dos credores quirografários do fiduciário. Adaptando uma fórmula de CANARIS, *Handelsrecht*, p. 473, já antes citada, os credores do intermediário financeiro não devem obter por negócio o que não conseguem na execução singular e insolvência.

¹⁹⁵² Ao concluir-se desta maneira, fica também demonstrado que as consequências do efeito de segregação patrimonial imposto pelo art. 1184.^o — e reforçado, no quadro da intermediação financeira, pelo art. 306.^o/2 CdVM — não se esgotam na insolvência do intermediário financeiro/fiduciário, projetando-se necessariamente na validade de pelo menos uma categoria de atos de disposição.

crédito, que estará sempre dependente da estrita verificação, no caso concreto, dos respetivos pressupostos¹⁹⁵³.

II. Estas coordenadas, válidas no sistema de direito comum, convivem todavia, na disciplina da intermediação financeira, com o conjunto de disposições que — recorrendo à terminologia *atécnica* usada no Código dos Valores Mobiliários — tratam da chamada *utilização de instrumentos financeiros de clientes* (na gíria anglo-americana, *proprietary trading*)¹⁹⁵⁴.

A mera existência de uma disciplina particular, cujo âmbito normativo não se resume às situações de titularidade fiduciária, é por si só reveladora da significativa relevância prática que reveste este fenómeno da *utilização* por intermediários financeiros de valores mobiliários de clientes, em interesse próprio ou de terceiro. Confirmando a vocação dos valores mobiliários para circular em *massa*¹⁹⁵⁵, por quanto a eles predominar o *valor de troca* sobre o *valor de uso*¹⁹⁵⁶, é comum no tráfego mobiliário hodierno o recurso por intermediários financeiros, com finalidades especulativas ou de garantia, a valores mobiliários que lhe são confiados pelos clientes, tipicamente em operações de curto prazo. Na realidade, trata-se de uma prática que, salvaguardados os interesses patrimoniais dos investidores, tem um impacto positivo na liquidez dos mercados¹⁹⁵⁷, reduzindo a volatilidade dos preços e permitindo a rentabilização imediata e contínua de ativos que, de outra forma, se encontrariam estáticos nos *livros* do intermediário financeiro¹⁹⁵⁸.

¹⁹⁵³ Cf. §7.2.

¹⁹⁵⁴ Cf. arts. 306.º/3 e 306.º-B CdVM, descritos atrás (cf. §10.1).

¹⁹⁵⁵ Cf., por todos, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, pp. 115 ss.

¹⁹⁵⁶ Assim, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, p. 338.

¹⁹⁵⁷ Assim, veja-se COMISSÃO EUROPEIA, Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos acordos de garantia financeira, JO C 180 E de 26.6.2001, p. 312.

¹⁹⁵⁸ Cf. E. JOHANSSON, “Reuse of Financial Collateral Revisited”, p. 153. Esta justificação da admissibilidade da utilização de bens de clientes por intermediários financeiros, em interesse próprio ou de terceiro, é no fundo análoga à usada para justificar as práticas de *short-selling*; também a respeito destas se diz *aumentarem a liquidez dos mercados* e permitir a *maximização da aplicação eficiente da riqueza* (cf. P. COSTA E SILVA, “As Operações de Venda a Descoberto”, p. 72-73). Por esse motivo, esta práticas de *proprietary trading* pelos intermediários financeiros — para além do potencial conflito de interesses que encerram na relação com o investidor/cliente — suscitam também os riscos tipicamente associados às práticas de venda a descoberto, e que P. COSTA E SILVA também assinala (*id.*, p. 72): podem potenciar o abuso de mercado, podem assentar numa assimetria informativa entre o intermediário financeiro altamente informado e os demais investidores, conduzindo a uma ineficiente formação dos preços, para além de criar riscos de incumprimento (*v.g.* de liquidação das operações de curto prazo conduzidas pelo intermediário financeiro). Sem prejuízo das vantagens

Exemplo paradigmático desta realidade de mercado — e que se materializa nas situações de titularidade indireta de valores mobiliários — é a rendibilização por grandes investidores institucionais dos seus patrimónios de investimento que se encontram custodiados junto de um intermediário financeiro. É dessa forma potenciado o retorno daqueles ativos, que não é assim limitado às fontes de rendimento *convencionais* (juros, dividendos, produto de venda); para além destes, ao permitir ao intermediário financeiro a utilização dos seus ativos, os investidores podem receber parte dos proveitos por aquele auferidos nestas operações de curto prazo, sem porém alterar substancialmente e no longo prazo a sua posição de investimento. Mesmo quando — como também sucede no tráfego — o intermediário financeiro não partilha com o cliente a quem *pertencem* os valores mobiliários alienados ou onerados o rendimento auferido com a operação em causa, a maior eficiência na utilização dos recursos disponíveis pode resultar em menores custos para o investidor¹⁹⁵⁹. Daqui resulta, em suma, uma outra manifestação daquele fenómeno mais amplo, a que já se foi fazendo referência, de aproximação entre a circulação dos valores mobiliários (escriturais) e a circulação do dinheiro, tornada possível pela mera categorialidade que caracteriza os valores mobiliários e que é potenciada pela sua aptidão para prosseguir no tráfego finalidades creditícias.

Dizia então que a disciplina da intermediação financeira vem especificamente regular esta possibilidade de os intermediários financeiros aplicarem no seu próprio interesse ou no de terceiros valores mobiliários que integram os patrimónios de investimento de clientes. Relevam aqui duas disposições fundamentais — os arts. 306.º/3 e 306.º-B CdVM —, cujo teor importa recuperar. Paralelamente ao que o n.º 2 do art. 306.º CdVM faz a respeito da separação patrimonial num cenário de insolvência do intermediário financeiro, aquele n.º 3 vem estabelecer o princípio geral aplicável aos atos de disposição sobre valores mobiliários

que são apontadas no texto a esta utilização de bens de clientes, ela não prescinde, por isso, de um adequado enquadramento de supervisão comportamental.

¹⁹⁵⁹ É também comum no tráfego mobiliário, e tratada na literatura, a utilização pelo intermediário financeiro no interesse próprio ou de terceiro de valores mobiliários previamente dados em garantia por clientes no quadro de operações de crédito, utilização esta a ter lugar no quadro de operações de curto prazo com vencimento anterior à data da restituição ao cliente daquele *collateral*. Na literatura anglo-americana, esta prática designa-se por *reuse* (ou *rehypothecation*) *of financial collateral*; ela é enquadrada também no art. 5.º da Diretiva 2002/47/EC, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Junho de 2002 — cf., GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, p. 20; E. JOHANSSON, “Reuse of Financial Collateral Revisited”, p. 151 ss. Esta última autora nota, justamente para ilustrar a relevância prática deste fenómeno, que um dos problemas jurídicos mais complexos suscitados pela insolvência, no final de 2008, do banco norte-americano Lehman Brothers foi precisamente o da *restituição* a clientes daquela empresa de investimento de valores mobiliários que esta havia *utilizado* no seu interesses, designadamente em operações de empréstimo, e que ascendiam a um valor global de 40 mil milhões de dólares.

de clientes, dispondo que *[o] intermediário financeiro não pode, no seu interesse ou no de terceiros, dispor de instrumentos financeiros dos seus clientes ou exercer os direitos a ele inerentes, salvo acordo dos titulares*. Numa solução imposta pelo direito europeu — e que encontra paralelo noutros direitos¹⁹⁶⁰ —, o que logo ressalta desta coordenada central é que ela não consubstancia uma verdadeira *norma proibitiva*, não vedando, antes permitindo, uma determinada conduta¹⁹⁶¹. Ao invés de uma pura e simples interdição, o art. 306.º/3 CdVM acaba por reconhecer, ainda que dentro de determinados parâmetros, a admissibilidade de atos de disposição do intermediário financeiro sobre os valores que integram o património de investimento dos seus clientes — e de que o intermediário financeiro não será, por regra, titular —, o que é prosseguido através da consagração de um especial regime autorizatório.

Esta abertura do regime legal a um tal *processo de legitimação* especial do intermediário financeiro é, depois, concretizada no art. 306.º-B, que expressamente distingue duas situações: *quanto a valores mobiliários registados ou depositados em nome de um cliente*, o intermediário financeiro deve solicitar a respetiva autorização prévia e expressa¹⁹⁶²; tratando-se, por sua vez, *de valores mobiliários registados ou depositados numa conta global*, o intermediário financeiro deve ou solicitar a autorização prévia e expressa de todos os clientes, ou assegurar que eventuais atos de disposição incidem apenas sobre valores mobiliários de clientes que tenham prestado tal autorização¹⁹⁶³.

¹⁹⁶⁰ No direito alemão, as alterações introduzidas no §34a WpHG consagraram precisamente uma norma com este teor, destinada a regular a chamada *Nutzung für eigene Rechnung*. Por todos, KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §34a, p. 1483; FUCHS, WpHG, §34a, pp. 1586 ss. Com vista a mitigar o risco gerado pela alienação a terceiros de valores mobiliários detidos por conta de clientes, e em conformidade com o regime da DMIF, aquela prática não é simplesmente vedada, sendo antes sujeita a aprovação prévia da parte do cliente, que deve ser precedida de uma indicação clara dos termos da transação pretendida. Também em linha com o regime de direito europeu, o referido normativo regula a circunstância em que os valores mobiliários fiduciariamente detidos pela empresa de investimento se encontrem depositados/registados em contas *omnibus*, caso em que se exige a autorização de todos os clientes ou, em alternativa, que a empresa de investimento disponha dos meios necessários para assegurar que são apenas alienados/onerados valores mobiliários de clientes que tenha dado tal autorização. São, além destes, impostos deveres de informação e de manutenção de registos das operações efetuadas sobre valores mobiliários de clientes. Sobre esta disposição, cf. KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §34a, p. 1983; FUCHS, WpHG, §34a, pp. 1586-1587. No direito italiano, a matéria é tratada no art. 22.3 t.u.f. (por todos, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 318 ss.).

¹⁹⁶¹ Cf. OLIVEIRA ASCENSÃO, *O Direito*, p. 514.

¹⁹⁶² Cf. art. 306.º-B/1 CdVM, que acrescenta ainda que, tratando-se de investidor não qualificado, aquela autorização deve ser comprovada pela assinatura do cliente ou por mecanismo alternativo equivalente.

¹⁹⁶³ Cf. art. 306.º-B/2 CdVM. Acrescenta depois o n.º 3 um dever acessório, que tem na verdade um interessante alcance normativo; estabelece aquele preceito que os registos do intermediário financeiro devem incluir informação sobre os clientes que autorizam a utilização dos instrumentos financeiros, as condições

Em suma, mais do que por aquilo que proíbe, esta disciplina interessa por aquilo que permite e, em particular, pela indicação dos pressupostos de que depende a possibilidade de o intermediário financeiro alienar ou onerar, no seu interesse ou de terceiro, os valores mobiliários que integram o património de investimento dos seus clientes. Aberta esta porta, transparece dos arts. 306.º/3 e 306.º-B CdVM o propósito de eliminar, ou pelo menos mitigar, uma outra manifestação do risco de intermediação, que é o perigo de *abuso* e de *utilização disfuncional*, porque não autorizada, do património confiado pelos investidores ao intermediário financeiro.

III. Tendo presente esta disciplina, o que interessa começar por saber é se o seu alcance normativo abarca especificamente as situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários — e, por isso, também as situações de *titularidade indireta* de valores mobiliários — e, em caso de resposta afirmativa, se ela traz algo de novo face ao quadro geral que atrás ficou traçado respeitante aos atos de disposição em violação de um vínculo fiduciário. Para isso, são duas as questões a resolver: em primeiro lugar, há que determinar se, em que medida e com que extensão os preceitos legais referidos regulam (também) situações em que o intermediário financeiro surge como titular em nome próprio de valores mobiliários, mas por conta e risco de clientes, estendendo para estes casos o referido *regime autorizatório*. Por outras palavras, importa saber se a prestação de consentimento pelo investidor constitui ainda um pressuposto do negócio dispositivo a concretizar pelo intermediário financeiro mesmo quando este atua como titular registado dos valores mobiliários em causa, ainda que a título fiduciário. No fundo, fazendo um percurso análogo ao que atrás se fez a respeito do art. 306.º/2 CdVM, há que determinar se o n.º 3 do mesmo preceito assume uma equivalência material entre o registo/depósito de valores mobiliários em nome de clientes e o registo/depósito fiduciário de valores mobiliários, impondo para ambos a mesma disciplina.

Num segundo plano, e sendo positiva a resposta a esta primeira questão, interessa avançar um patamar e avaliar os efeitos jurídicos associados a um tal regime autorizatório, em particular quando este não seja respeitado; em concreto, interessa saber se aquele regime se projeta sobre o poder de disposição reconhecido ao intermediário

dessa utilização e a quantidade de instrumentos financeiros efetivamente utilizados, *de modo a permitir a atribuição de eventuais perdas*.

financeiro/fiduciário, cominando, reflexamente, a invalidade de atos de disposição não precedidos de autorização. Se assim for, impor-se-á a conclusão — distinta da formulada para o direito comum, a que faltam fundamentos normativos para limitar genericamente o poder de disposição do fiduciário —, de que a disciplina da intermediação financeira habilita, para as situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários, o reconhecimento de uma tal limitação intrínseca das faculdades de disposição do intermediário financeiro.

Na análise anunciada, deve ser articulada a proteção que, nestas hipóteses patológicas, é oferecida ao fiduciante/investidor e aquela que, de sinal contrário, é assegurada ao terceiro adquirente que desconhece o vínculo de afetação funcional que grava o bem fiduciário, atuando de boa fé. A aludida aptidão dos valores mobiliários para — em termos análogos ao dinheiro — circular em massa no mercado torna a segurança do tráfego mobiliário um bem de importância crucial na disciplina dos mercados de capitais. Isso é patente a partir de dados normativos incontornáveis, que não se cingem sequer à proposição central vertida no art. 58.º CdVM, que determina a inoponibilidade da falta de legitimidade — não obstante o registo a seu favor — do alienante de valores mobiliários ao adquirente que tenha procedido de boa fé. A segurança do sistema institucional de circulação de valores mobiliários¹⁹⁶⁴ e, por essa via, a prevalência da certeza jurídica sobre interesses individuais potencialmente conflitantes são também promovidas noutros quadrantes, com destaque para as disposições que impõem a irrevogabilidade das ordens de transferência introduzidas no sistema pelos participantes¹⁹⁶⁵ ou a definitividade das operações de compensação¹⁹⁶⁶, efeitos que não são sequer afetados pela invalidade dos negócios subjacentes¹⁹⁶⁷. Da conjugação destas regras e, também, da peculiar estrutura dos contratos de compra e venda celebrados em bolsa, resulta uma intensa tutela dos terceiros adquirentes de boa fé, que se projetará sobre a posição do investidor/fiduciante que seja prejudicado por atos de disposição não autorizados levados a cabo por um intermediário financeiro/fiduciário em violação do *pactum fiduciae*.

¹⁹⁶⁴ Como bem aponta P. CÂMARA, *Manual*, p. 330, o instituto *a non domino* nos valores mobiliários não tutela a aparência, mas antes o registo e o sistema de transmissão que nela assenta (e que, como se sabe, se encontra sujeito a deveres de confidencialidade). Também neste sentido, escrevendo a respeito do direito anterior, AMADEU FERREIRA, *Valores mobiliários escriturais*, pp. 323 ss.

¹⁹⁶⁵ Cf. art. 274.º/2 CdVM.

¹⁹⁶⁶ Cf. art. 276.º CdVM.

¹⁹⁶⁷ Cf. art. 277.º CdVM.

Isto dito, não poderá também ser ignorado que, talvez ao contrário do que sucede no direito comum — onde os fundamentos para a tutela do fiduciante em face de um negócio dispositivo ilícito assentam, essencialmente, numa ponderação dos seus interesses individuais, a que se contrapõe o bem de interesse geral que é a segurança do tráfego —, no âmbito especial da disciplina mobiliária, e em particular da que se ocupa das atividades de intermediação financeira, a eventual opção pela proteção do investidor/fiduciante face a atos de disposição *disfuncionais* levados a cabo pelo intermediário financeiro não se justificaria, exclusivamente, pela consideração da posição individual daquele. Além disso, e decisivamente, uma tal tutela encontraria fundamento num outro bem jurídico de interesse geral: a saber, a promoção da segurança de estruturas de mercado amplamente dependentes da intermediação financeira. Mais do que a mera preocupação com o impacto na esfera individual de um investidor, subjacente ao problema que agora nos ocupa está também a necessidade de tutelar a confiança depositada pelos investidores na atuação dos intermediários financeiros, o que nos traz de volta ao fenómeno normativo mais amplo da tendencial segregação entre o *risco de investimento* e o *risco de intermediação*. Em suma: subjacentes às posições antagónicas do terceiro adquirente de boa fé e do investidor/fiduciante estão na verdade dois bens jurídicos de interesse geral mas que, neste problema em concreto, se apresentam de sinal contrário: a tutela do terceiro adquirente de boa fé alicerça-se na aludida necessidade de proteger a segurança do tráfego mobiliário e, em particular, o sistema institucional em que assenta a circulação dos valores mobiliários; por seu turno, a tutela do fiduciante é reconduzível à preocupação — central também na regulação dos mercados de capitais — de assegurar o isolamento dos investidores face a situações de incumprimento contratual ou insuficiência patrimonial dos intermediários financeiros, desta forma protegendo a integridade do mercado. Veremos de seguida de que forma se projeta no regime esta colisão de bens tutelados pelo direito.

12.2 Titularidade fiduciária de valores mobiliários, *utilização* no interesse do intermediário financeiro e autorização do cliente; o desvalor jurídico da alienação sem consentimento e a tutela dos terceiros adquirentes de boa fé

I. A análise da primeira questão atrás enunciada — a de saber se o alcance normativo das disposições que regulam a utilização pelo intermediário financeiro de valores

mobiliários de clientes alcança as hipóteses em que o intermediário financeiro é ele próprio titular fiduciário desses bens — beneficia em grande medida dos mesmos fundamentos em que assentaram as conclusões formuladas a respeito da interpretação do art. 306.º/2 CdVM e, nesse âmbito, da extensão do efeito de segregação patrimonial produzido sobre os patrimónios de investimento de que o intermediário financeiro é titular fiduciário.

O ponto de partida é, uma vez mais, a *inconclusividade* do elemento literal extraído do art. 306.º/3 CdVM, que, ao contrário do que sucede com as disposições que o vieram concretizar — os n.º 1 e n.º 2 do art. 306.º-B CdVM¹⁹⁶⁸ —, não delimita o seu âmbito de aplicação por referência à categoria da *titularidade* de valores mobiliários, bastando-se com a muito mais difusa e dogmaticamente descomprometida ideia de *pertença*. Fica desta forma aberta a possibilidade de interpretar este enunciado não exclusivamente com recurso a categorias civilistas, mas antes — e de forma consistente com o que sucede noutros quadrantes do sistema mobiliário — apontando para uma equiparação de situações que, embora seguindo figurinos jurídicos diferenciados, se apresentam idênticas de um prisma do perfil de risco de investimento. É por esta via que releva a teleologia normativa que subjaz ao regime da salvaguarda de bens de clientes — a proteção do investidor do *risco de intermediação* —, cuja plena realização não se coadunaria com um tratamento menos favorável das hipóteses comuns no tráfego em que os valores mobiliários, apesar de inscritos em nome do intermediário financeiro, são por este detidos por conta de clientes, na esfera de quem se repercute a totalidade do respetivo conteúdo patrimonial. Conforme ficou demonstrado, a consideração finalística da disciplina prevista nos arts. 306.º ss. CdVM, ancorada na relevância conformadora da Constituição enquanto elemento indissociável do processo hermenêutico no âmbito mobiliário, impõe uma equiparação normativa entre *situações de investimento* que, distintas na sua caracterização juscivilista, se apresentam idênticas se olhadas numa perspetiva puramente patrimonial e de alocação de risco e resultado económico¹⁹⁶⁹.

¹⁹⁶⁸ É bem patente a contraposição entre o descomprometimento dogmático que marca a letra do art. 306.º/3 CdVM e o rigor técnico que ressalta das normas vertidas nos n.º 1 (*instrumentos financeiros registados ou depositados em nome de um cliente...*) e n.º 2 do art. 306.º-B (*instrumentos financeiros registados ou depositados numa conta global...*)

¹⁹⁶⁹ Esta equiparação não constitui um traço exclusivo do direito português, podendo ser reconduzida a uma coordenada geral decorrente do direito da União Europeia. De resto, a aplicação deste *regime autorizatório* independentemente da natureza jurídica das posições recíprocas do investidor e intermediário financeiro acontece noutros direitos, como no direito alemão (cf. art. 34a WpHG) e no direito italiano, onde o art. 22.º/3 t.u.f., de forma expressa, estende a aplicação daquele requisito da autorização prévia do cliente a valores mobiliários detidos junto do intermediário financeiro *a qualquer título*.

Sucedee que a segurança de uma tal conclusão, assente metodologicamente numa abordagem sistemática e na valorização dos objetivos normativos que subjazem à disciplina da intermediação financeira, sai reforçada quando se atenta o âmbito das disposições que vieram concretizar a coordenada central consagrada no art. 306.º/3 CdVM. Releva, em particular, o disposto no n.º 2 do art. 306.º-B CdVM, que regula as situações em que os valores mobiliários *pertencentes a clientes* de que o intermediário financeiro pretende dispor se encontram registados ou depositados numa *conta global*; ou seja, por outras palavras, que expressamente regula a utilização de bens de clientes numa hipótese de titularidade indireta — e portanto fiduciária — de valores mobiliários. Concretizando a coordenada central vertida no n.º 3 do art. 306.º/2 CdVM, e confirmando que esta tem subjacente uma equiparação entre situações de titularidade (por assim dizer) direta e situações de titularidade fiduciária, aquele n.º 2 do art. 306.º-B CdVM vem regular o caso especial em que o intermediário financeiro é, por referência a uma conta *omnibus*, titular de valores mobiliários em nome próprio mas por conta de múltiplos clientes, e em que, por isso mesmo, a obtenção da necessária autorização suscita obstáculos e requer procedimentos e cuidados adicionais¹⁹⁷⁰. Ao fazê-lo, a lei deixa expressa aquela equiparação, sujeitando ao regime autorizatório também os casos em que o intermediário financeiro surge como titular fiduciário.

Que fique claro, de qualquer modo, que esta solução normativa — tornada sem dúvida mais evidente naquela norma concretizadora que o art. 306.º-B/2 CdVM encerra — resulta da disposição *principlológica* vertida no art. 306.º/3 CdVM, pelos fundamentos que atrás deixei expressos. Daí que, de resto, da circunstância de a lei regular de forma expressa o caso paradigmático das contas globais não possa ser retirada, *a contrario*, a conclusão de que este regime autorizatório não se aplicaria já nas situações em que o intermediário financeiro inscreve numa conta aberta em seu nome valores mobiliários detidos em nome próprio, mas de forma segregada por conta de apenas um cliente. Como assinalado, a previsão de um regime específico para o recurso a contas globais prende-se, exclusivamente,

¹⁹⁷⁰ Conforme já descrito (cf. §10.1), são previstos dois mecanismos como condição para que o intermediário possa dispor de valores mobiliários inscritos ou depositados numa conta global: ele deve ou obter o consentimento de todos os clientes, ou dispor de sistemas e controlos que assegurem que apenas são utilizados os instrumentos de quem tenha dado previamente a sua autorização expressa. Dada a natureza plenamente fungível dos valores mobiliários inscritos na conta global (a sua mera categorialidade — cf. M. GALVÃO TELLES, “Fungibilidade de Valores Mobiliários”, pp. 165 ss.), o sentido deste regime não se refere à identificação dos valores mobiliários que especificamente cabem a cada investidor, mas antes e apenas uma referência a quantidades, a unidades ideais da categoria de valores mobiliários em questão.

com a necessidade de operacionalizar a obtenção da autorização (ou a implementação de um mecanismo alternativo) num cenário em que a atuação por conta de uma multiplicidade de clientes pode gerar entropias de índole operacional e jurídica. Nos casos de titularidade indireta em base segregada, em que o intermediário financeiro atua por conta de um só investidor/fiduciante, será o alcance normativo do próprio art. 306.º/3 CdVM a sujeitar a autorização prévia da parte deste a possibilidade de aquele fiduciário *utilizar* o acervo fiduciário em seu proveito (ou no de terceiro).

II. Concluir que este regime autorizatório engloba tanto as situações em que os valores mobiliários se encontram inscritos/depositados em conta aberta em nome de cliente, como situações de titularidade fiduciária na esfera do intermediário financeiro, requer um aprofundamento adicional destinado a enquadrar, de um prisma dogmático, quer o efeito produzido num e noutro caso pela autorização concedida pelos clientes/fiduciantes, quer as consequências de um ato dispositivo na falta de um tal consentimento.

Na verdade, ambas as situações previstas e reguladas nos n.º 1 e n.º 2 do art. 306.º/B CdVM configuram exemplos paradigmáticos de desvio à *coincidência normal* entre a titularidade de situações jurídicas e a legitimidade para o exercício de direitos e poderes a ela inerentes, *maxime* o exercício de um poder de disposição. Ficou assente que estas duas categorias, ainda que por regra imputadas a um mesmo sujeito, podem em casos excecionais surgir dissociadas¹⁹⁷¹. Um tal desvio sucede nas situações que o art. 306.º/3 CdVM pretende regular e que são (parcialmente) detalhadas no n.º 1 e n.º 2 do art. 306.º-B CdVM: quando é o cliente o titular dos valores mobiliários, permite-se que, com a autorização deste, o intermediário financeiro disponha daqueles ativos em nome próprio e no seu interesse ou no de terceiro; ao invés, nas situações de titularidade fiduciária, a posição reconhecida ao intermediário financeiro, atenta a sua natureza funcionalizada à prossecução de um interessa alheio e vazia de conteúdo económico, não chega por si só para lhe conferir um

¹⁹⁷¹ Tal sucederá naquelas hipóteses em que *ou* a titularidade de uma situação jurídica não confere por si só o poder de plenamente atuar sobre ela, *ou* a ausência de titularidade não preclui, ainda assim, o surgimento de uma faculdade de atuação sobre uma dada situação jurídica, especificamente uma faculdade de disposição; sobre estes aspeto, cf. detalhadamente §7.2.

poder pleno de disposição daqueles valores mobiliários detidos por conta, surgindo a autorização do cliente como pressuposto necessário do exercício desse poder¹⁹⁷².

Detalhando: no primeiro caso, a titularidade dos valores mobiliários cabe ao cliente do intermediário financeiro¹⁹⁷³. Porém, a autorização que o investidor confere ao intermediário financeiro processa, nos termos previsto na lei, uma efetiva *legitimação excepcional* para a prática de um ato de disposição em nome do próprio intermediário financeiro e no seu interesse ou no de terceiro, constituindo-se com a autorização uma faculdade de atuação jurídica que antes se encontrava vedada¹⁹⁷⁴. Em consequência, o intermediário financeiro não é — nem se torna — titular dos valores mobiliários, mas tem ainda assim legitimidade para deles dispor ou para os onerar em benefício de terceiros. Neste cenário, a eficácia transmissiva do negócio jurídico celebrado pelo intermediário financeiro não deriva de uma qualquer transmissão prévia dos valores mobiliários para a sua esfera — *i.e.*, de uma prévia transmissão da *titularidade*¹⁹⁷⁵ —, mas antes de um poder especificamente concedido pelo cliente e titular dos valores mobiliários, que dá origem a um verdadeiro desvio ao princípio do trato sucessivo¹⁹⁷⁶.

Daí que o negócio de disposição sobre aqueles valores mobiliários permaneça um negócio do próprio intermediário financeiro, concretizado em seu nome e que não vê os seus efeitos repercutidos na esfera jurídica do cliente que concede a autorização. A posição deste é, porém, afetada: uma vez alienados os valores mobiliários, o investidor perde a respetiva titularidade, passando a ser titular de um direito de crédito sobre o intermediário financeiro. De um prisma de exposição a perdas, a posição do investidor é profundamente alterada: ele deixa de surgir como *proprietário* de um bem, posição oponível a terceiros, para emergir como titular de uma pretensão puramente creditícia à entrega de valores

¹⁹⁷² Ambas as situações assentam na figura da *autorização*, que assim constitui o negócio jurídico autónomo de que depende a eficácia do ato dispositivo praticado pelo intermediário financeiro sobre os valores mobiliários em questão (a este respeito, remeto de novo para o que se disse no §7.2).

¹⁹⁷³ A ele cabe, nos termos gerais, a legitimidade ativa para, designadamente, dispor daqueles valores mobiliários (cf. art. 55.º CdVM).

¹⁹⁷⁴ Não se trata, destarte, da concessão de meros poderes de representação, uma vez que os efeitos jurídicos do negócio dispositivo praticado pelo intermediário financeiro não se repercutem, direta ou indiretamente, na esfera do cliente.

¹⁹⁷⁵ Significa isto que a autorização concedida pelo cliente não opera qualquer modificação sobre o objeto do pretendido negócio de disposição; na realidade, os valores mobiliários permanecem na esfera do cliente, e só saem dela quando o intermediário financeiro concretiza a sua alienação a terceiros.

¹⁹⁷⁶ Cf. art. 70.º CdVM. Nestes casos de *legitimação excepcional* conferida ao intermediário financeiro, a transmissão dos valores mobiliários para o terceiro adquirente faz-se sem que eles passem pela esfera daquele e, nessa medida, sem que exista uma *prévia inscrição* [dos valores mobiliários] *a favor do disponente*.

mobiliários da mesma categoria dos que foram alienados, pretensão esta oponível por natureza apenas ao intermediário financeiro. Esta sujeição a um mais intenso risco de intermediação é, contudo, resultado de um comportamento voluntário assumido pelo investidor¹⁹⁷⁷.

Em sentido contrário, nas situações de titularidade fiduciária, a exigência da autorização prestada pelo cliente/fiduciante constitui um autêntico *pressuposto* das prerrogativas de disposição reconhecidas ao intermediário financeiro; aquela autorização surge como uma verdadeira *condição da legitimidade* do intermediário financeiro para dispor de valores mobiliários de que é titular (apenas) fiduciário¹⁹⁷⁸. Neste caso, a autorização conferida pelo cliente serve um efeito inverso: não obstante a titularidade da conta de registo em causa, a lei assume uma efetiva limitação do poder de disposição do intermediário financeiro relativamente àqueles valores mobiliários detidos por conta e risco de clientes, justificada pela conformação de interesses que subjaz àquela posição de fiduciário, servindo a autorização de instrumento jurídico que consolida a posição do intermediário financeiro, atribuindo-lhe a legitimidade — que de outro modo lhe faltaria — para alienar os valores mobiliários no seu próprio interesse ou no de terceiro.

Também nesta hipótese, uma vez concedida a autorização e alienados os valores mobiliários que compõem o acervo fiduciário, são fundamentalmente alterados os contornos jurídicos da relação existente entre intermediário financeiro e cliente, passando este a assumir um risco diverso. Deixando o intermediário financeiro de ser titular dos valores mobiliários, cessa quanto a eles o vínculo de natureza fiduciária¹⁹⁷⁹, cessando também, em consequência, o direito de crédito *qualificado* de que o investidor é titular. Alienado o *ativo subjacente* sobre o qual se projetava a posição jurídica derivada do

¹⁹⁷⁷ Como imediatamente se nota, todavia, este direito de crédito à retransmissão de idêntica quantidade de valores mobiliários da mesma categoria, destinado a repor a situação existente previamente ao ato de disposição, não se assemelha à pretensão creditícia de um fiduciante, precisamente porque, nesta circunstância, o intermediário financeiro não é mais o titular dos valores mobiliários, entretanto alienados a terceiros. Não emerge portanto uma relação de natureza fiduciária entre intermediário financeiro e o cliente que deu o seu consentimento, mas tão só uma relação creditícia *convencional*, em que o primeiro se encontra vinculado a (re)adquirir os valores mobiliários em questão e a retransmiti-los para a esfera do cliente.

¹⁹⁷⁸ Note-se bem que mesmo no caso particular previsto no art. 306.º-B/2.b) CdVM se abdica do consentimento dos clientes; do que se trata, aí, é de impor ao intermediário financeiro que, quando não consiga obter a autorização de todos os clientes cujas posições de investimento se encontram refletidas na conta global aberta em seu nome, assegure que os atos de disposição incidem sobre o tipo e quantidade de valores mobiliários referentes aos clientes que efetivamente deram a sua autorização.

¹⁹⁷⁹ Na generalidade dos casos, o intermediário financeiro não alienará a totalidade dos valores mobiliários de que é fiduciariamente titular por conta do cliente, pelo que só relativamente aos que forem efetivamente objeto de um ato de disposição se produz esta vicissitude na relação jurídica que une as partes.

investidor/fiduciante¹⁹⁸⁰, esta é substituída por um direito de crédito de conteúdo e âmbito distintos, que vem impor ao intermediário financeiro a recompra de valores mobiliários da mesma categoria dos que foram alienados, recompondo os termos originais da relação fiduciária de intermediação. Em síntese, ao prestar o seu consentimento à utilização dos valores mobiliários que constituem o objeto da relação fiduciária, o investidor/fiduciante aceita voluntariamente acrescentar ao *risco de investimento*, que antes lhe permanecia imputado em exclusivo, também o *risco de intermediação*.

O impacto do que se acaba de dizer na tutela da posição do investidor é manifesto, precisamente porque esta diferente configuração das suas pretensões creditórias — antes e depois de ser dada aquela autorização ao intermediário financeiro — implica uma diminuição da sua tutela perante terceiros, em particular num cenário de insolvência do intermediário financeiro em momento anterior àquele em que sejam *readquiridos* os valores mobiliários que integravam o património fiduciário original. Na verdade, esta pretensão do investidor, porque não emerge já de uma relação de natureza fiduciária, não encontra o seu fundamento num qualquer vínculo de afetação funcional associado a um acervo patrimonial na esfera do intermediário financeiro. Em consequência, ela não atribui já ao investidor um direito de separação de bens que se encontrem na esfera do intermediário financeiro, consubstanciando antes um direito de crédito sujeito à *par conditio* nos termos gerais. Como atrás sugerido¹⁹⁸¹, esta é precisamente uma das situações em que o problema da *inflação* dos registos internos do intermediário financeiro — que se refere àqueles casos em que este é titular fiduciário de valores mobiliários em quantidade insuficiente para satisfazer as pretensões de entrega dos investidores (*shortfalls*) — não se basta com uma aplicação *cega* da regra de distribuição proporcional do acervo ainda existente na esfera do intermediário financeiro insolvente. Na verdade, aqueles investidores que hajam dado consentimento para a alienação dos valores mobiliários que antes constituíam o acervo fiduciário, e tendo o intermediário financeiro alienado esses bens dando origem àquela situação de insuficiência, não deverão beneficiar de um direito de separação, não podendo seguramente ser equiparados aos investidores que não prestaram aquela autorização — e que, por isso

¹⁹⁸⁰ Cf. §9.3.

¹⁹⁸¹ Cf. §11.2.

mesmo, permanecem titulares de uma *pretensão fiduciária* oponível ao intermediário financeiro¹⁹⁸².

III. Do que o que ficou exposto emerge um dado normativo fundamental para o enquadramento das situações de titularidade indireta de valores mobiliários, que marca, aliás, uma assinalável diferença entre a dogmática comum e o direito especial aplicável no domínio mobiliário: é que o regime consagrado para as atividades de intermediação financeira parece impor uma limitação intrínseca do poder de disposição do intermediário financeiro sobre os valores mobiliários de que seja titular fiduciário.

Isso é evidente, pelo menos, nas situações de titularidade indireta de valores mobiliários, para as se comina a *ilegitimidade* do intermediário financeiro para praticar atos de disposição sobre aquele acervo patrimonial fiduciário em interesse próprio ou de terceiro; só assim não será quando o intermediário financeiro tenha sido autorizado pelo cliente e fiduciante. Na falta de autorização, o poder de disposição do intermediário financeiro/fiduciário permanece funcionalmente limitado aos atos que visem prosseguir o interesse do investidor/fiduciante, sendo vedados os negócios que, por outro lado, sejam motivados por um interesse próprio ou de terceiro. Atinge-se este resultado, nos termos descritos, através de uma tendencial desconsideração das fórmulas juscivilistas que constituem o substrato da relação de intermediação, favorecendo antes a equiparação de situações idênticas de um prisma de resultado económico¹⁹⁸³.

¹⁹⁸² Ainda que indiretamente e de forma apenas implícita, isso mesmo resulta do teor do art. 306.º-B/3 CdVM, que dispõe que os registos do intermediário financeiro devem incluir informação sobre o cliente que autorizou a utilização dos instrumentos financeiros, as condições dessa utilização e a quantidade de instrumentos financeiros utilizados de cada cliente, *de modo a permitir a atribuição de eventuais perdas*. Daqui resulta, em termos bem evidentes, que a lei valora de forma distinta a situação do investidor/fiduciante que aceita a utilização pelo intermediário financeiro dos valores mobiliários que compõem o seu património de investimento e a posição do investidor/fiduciante que recusa uma tal autorização, indiciando que só aos primeiros deverão ser imputadas as eventuais perdas resultantes das práticas de *proprietary trading* pelo intermediário financeiro.

¹⁹⁸³ Releva o regime previsto nos n.º 1 e n.º 2 do art. 306.º-B CdVM, do qual resulta que a autorização que habilita a utilização de bens de clientes deve ser *prévia e expressa*, comprovada, para os investidores não qualificados, *pela assinatura ou por mecanismo alternativo evidente*. Atenta esta exigência, o teor da declaração emitida pelo investidor deverá corresponder a uma *significação completa*, “sem necessidade de uma ilação apenas pelas circunstâncias” (P. MOTA PINTO, *Declaração Tácita*, p. 518), dela resultando com certeza e univocidade alienação ou oneração dos valores mobiliários pelo intermediário financeiro e, em consequência, a exposição ao risco acrescido de incumprimento pela contraparte deste último. Assim sendo, assume importância central a interpretação do contrato de onde emerge a relação fiduciária, a fim de determinar se dele resulta a autorização prestada pelo cliente e, em caso positivo, as eventuais limitações nesse caso impostas ao intermediário financeiro. Justamente por se tratar de uma declaração expressa, o seu conteúdo pode ser

Além disso, fica também evidente que o alcance do efeito de separação patrimonial que é reconhecido aos patrimónios de investimento imputados fiduciariamente à esfera de um intermediário financeiro não se esgota na imposição de um regime de responsabilidade por dívidas especial, que dá prevalência à posição do investidor/fiduciante no confronto com os credores gerais do intermediário financeiro. Para além disso, também o poder de disposição reconhecido ao intermediário financeiro é *intrinsecamente* limitado, ficando a consolidação das prerrogativas tipicamente associadas à titularidade de valores mobiliários — incluindo a legitimidade ativa para os alienar — dependente de um negócio jurídico adicional: a autorização a prestar pelo investidor/fiduciante¹⁹⁸⁴.

IV. Falta ainda reunir um dado para que se dê por concluído o percurso analítico anunciado; interessa determinar os *efeitos civis* de um negócio de disposição concretizado pelo intermediário financeiro na falta de consentimento *expresso* e *prévio* dado pelo cliente/fiduciante. Não há dúvidas de que uma tal conduta do intermediário financeiro é *ilícita* — porque violadora da lei e muito provavelmente do contrato —, sendo passível, por isso, de gerar responsabilidade por danos sofridos pelo cliente em resultado daquela alienação, para além de habilitar o recurso aos mecanismos de realização coativa da prestação¹⁹⁸⁵. Mais delicado é, porém, o problema de uma eventual tutela do investidor que, ao lado desta via ressarcitória, assegure a recuperação do acervo patrimonial *ilicitamente* alienado a terceiros, tutela esta que será decisiva num cenário de insolvência do intermediário, em que este esteja impossibilitado de readquirir em mercado os valores mobiliários necessários para recompor a situação prévia ao ato *infiel*.

complexo; a autorização pode ser sujeita à verificação de condições, por exemplo relacionadas com a quantidade dos valores mobiliários ou o perfil de risco da contraparte envolvida.

¹⁹⁸⁴ Numa posição que parece isolada na doutrina italiana, B. INZITARI, “Segregazione del patrimonio della clientela presso l’intermediario finanziario”, p. 55, entende que a qualificação dos bens detidos fiduciariamente pelo intermediário financeiro como um património separado releva não apenas num cenário de insolvência, mas também no confronto com terceiros adquirentes; a inclusão naquele património separado teria como efeito retirar ao intermediário a legitimidade para dispor dos instrumentos financeiros detidos por conta de clientes, exceto se para tal autorizado no quadro da relação contratual.

¹⁹⁸⁵ Em coerência com o que atrás ficou dito a respeito da dupla natureza desta disciplina, estará em causa a violação de deveres que diretamente conformam o conteúdo da relação contratual de intermediação financeira, passível de gerar responsabilidade contratual sujeita de resto a um regime rigoroso e a um padrão de culpa particularmente exigente; sobre esta projeção sobre o conteúdo da relação contratual, cf. §10.2. Pronunciando-se a respeito de norma do direito italiano paralela ao nosso art. 306.º/3 CdVM, SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, pp. 281 e 322 ss., entende que esta violação terá efeitos no plano da licitude civil do ato de disposição, obrigando o intermediário financeiro a ressarcir os danos eventualmente sofridos pelo cliente, no quadro dogmático da responsabilidade por facto ilícito; porém, não terá já efeitos quanto à circulação do direito de propriedade.

A este respeito, é central a qualificação daquela autorização a prestar pelo cliente, mesmo nos casos de titularidade fiduciária, como verdadeira *condição de legitimidade* para que o intermediário financeiro possa dispor dos valores mobiliários que integram o acervo fiduciário; reflexamente, dessa qualificação resulta que, na falta de autorização, o poder de disposição do intermediário financeiro/fiduciário se encontra na verdade funcionalmente limitado aos atos destinados a promover a posição patrimonial do investidor/fiduciante — em linha com o estipulado no *pactum fiduciae* —, estando já vedados os negócios motivados por interesses próprios ou de terceiro. Sendo assim, compulsados os dados normativos relevantes, a solução parece evidente: faltando aquela autorização e, por essa via, faltando a consolidação definitiva da posição jurídica do intermediário financeiro/fiduciário, a própria validade do negócio transmissivo será afetada, sendo cominada a sua nulidade¹⁹⁸⁶.

Não se ignoram as vozes que, na doutrina, rejeitam que a nulidade constitua a solução inevitável para os atos praticados sem legitimidade, sugerindo, ao invés, que é da valoração de cada situação em concreto que depende o desvalor jurídico do negócio em causa¹⁹⁸⁷. Sucede que uma ponderação finalística das normas em questão — os arts. 306.º/3 e 306.º-B CdVM, que serão violadas por um negócio dispositivo não precedido da obtenção daquele consentimento — permite extrair, como aliás se já notou, uma teleologia que não se identifica unicamente com o interesse patrimonial individual do investidor, mas que promove antes um interesse geral da segurança e integridade do mercado e das estruturas de intermediação em que este assenta. Dito de outro modo: a nulidade do ato de disposição levado a cabo pelo intermediário financeiro/fiduciário na falta de autorização prestada pelo cliente/fiduciante encontra o seu fundamento não simplesmente na tutela de uma posição individual — a do investidor lesado por um ato de disposição ilícito —, mas na consideração finalística da disciplina desenhada pelo art. 306.º/3 (conjugado com os n.º 1 e n.º 2 do art. 306.º-B, todos do CdVM), que assenta também na promoção de um interesse geral: a saber, a proteção dos investidores face ao *risco de intermediação*, enquanto valoração instrumental para assegurar o regular funcionamento do mercado e a confiança nas estruturas de intermediação financeira.

¹⁹⁸⁶ Por violação de lei imperativa, para os efeitos do art. 280.º/1.

¹⁹⁸⁷ Cf. ASCENSÃO, *Direito Civil (Teoria Geral II)*, p. 112. Subjacente a esta posição está o entendimento, que deve ser aceite, segundo o qual vale também para o art. 280.º a ressalva final prevista no art. 294.º; assim sendo, só haverá nulidade quando a interpretação da disposição injuntiva violada não permite extrair outra sanção ou desvalor jurídico. Impõe-se, em qualquer caso, uma ponderação do sentido da norma violada, para apurar se dela resulta ou não a nulidade.

V. Esta solução, fundamentada nos termos expostos, não é por seu turno passível de gerar um efeito intolerável de incerteza no tráfego, precisamente em resultado da atuação dos mecanismos que, no domínio mobiliário, tutelam a segurança da circulação dos valores mobiliários, a confiança nas estruturas do mercado (sistemas de liquidação e compensação, sistemas centralizados de valores)¹⁹⁸⁸ e, especificamente, que protegem a posição jurídica em que ficam investidos terceiros adquirentes de boa fé. Assim sendo, a invalidade do negócio de disposição levado a cabo pelo intermediário financeiro será sempre inoponível ao adquirente que atue de boa fé¹⁹⁸⁹. É por esta via salvaguardada a posição de terceiros¹⁹⁹⁰ adquirentes¹⁹⁹¹ que, agindo de boa fé¹⁹⁹², tenham confiado na titularidade do alienante evidenciada pelo registo¹⁹⁹³, desconhecendo porém a projeção do vínculo de afetação

¹⁹⁸⁸ Cf., designadamente, arts. 274.º/2 CdVM, que impõe a irrevogabilidade das ordens de transferência introduzidas no sistema pelos participantes, o art. 276.º CdVM, que determina a definitividade das operações de compensação, e o art. 277.º CdVM, que determina que a invalidade ou a ineficácia dos negócios jurídicos subjacentes a ordens de transferência e às obrigações compensadas não afetam a irrevogabilidade das ordens, nem o caráter definitivo da compensação.

¹⁹⁸⁹ Sobre o tema, por todos, AMADEU FERREIRA, *Valores mobiliários escriturais*, pp. 315 ss., e, no regime vigente, P. CÂMARA, *Manual*, pp. 330 ss. Esta disposição enquadra-se, como é sabido, no conjunto mais amplo daqueles preceitos legais através dos quais o ordenamento jurídico mitiga as soluções crivadas no princípio *nemo dat quod non habet* com a necessidade de tutela da aparência e a consideração da boa fé do terceiro (cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado (Parte Geral — I)*, p. 876). Existem porém diferenças significativas no regime consagrado no art. 58.º CdVM. Acima de tudo, o regime da aquisição *a non domino* assenta, muito mais do que na tutela da aparência — o sistema de titularidade de valores mobiliários não é público, estando antes sujeito a deveres de confidencialidade —, decisivamente na tutela do sistema de registo e de circulação de valores mobiliários. Talvez por isso não vale no domínio mobiliário o *purgatório* de três anos previsto no art. 291.º/2 para a convalidação do negócio.

¹⁹⁹⁰ Não valendo aqui o conceito restritivo de terceiro sustentado, a propósito do artigo 5.º do Código de Registo Predial, por parte significativa da doutrina e da jurisprudência (assim, FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 133).

¹⁹⁹¹ A título oneroso ou gratuito (cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 133).

¹⁹⁹² Seguindo a construção de referência de MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no Direito Civil*, pp. 407 ss., aqui tomada como *boa fé subjetiva*, referindo-se ao *estado do sujeito* adquirente (P. CÂMARA, *Manual*, p. 331). A este respeito, diverge a doutrina sobre se esta boa fé subjetiva deve ser entendida em *sentido psicológico* — que impõe um estado de efetivo desconhecimento de uma dada circunstância: no caso, a ilegitimidade do alienante — ou em *sentido ético* — implicando já deveres de cuidado e diligência. Vai neste último sentido a posição de AMADEU FERREIRA, *Valores mobiliários escriturais*, pp. 321-322, para quem o critério de aferição da boa ou má fé do terceiro consiste em “saber ou ter o dever de saber” (cf. BRANDÃO DA VEIGA, *Transmissão de Valores Mobiliários*, p. 107), em coerência, de resto, com o critério reconhecido no âmbito do art. 291.º/3, fundado no “desconhecimento sem culpa” (PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral*, pp. 747-748). Contra, alertando para a diferente consideração desta boa fé subjetiva em atenção às particularidades da circulação dos valores mobiliários, particularmente escriturais, P. CÂMARA, *Manual*, pp. 331 ss.; ISABEL VIDAL, “Da (ir)relevância da forma de representação”, p. 308, para quem o “legislador parece bastar-se com uma boa fé em sentido psicológico, isto é, o mero desconhecimento da falta de legitimidade do transmitente”.

¹⁹⁹³ Que é, nas situações paradigmáticas que constituem o objeto desta análise, um registo próprio de titularidade, de natureza definitiva e não provisório; o problema não se coloca quando o transmitente ou não tem o registo em seu nome, ou beneficia de um registo provisório, mesmo quando o adquirente desconheça estas limitações — assim, AMADEU FERREIRA, *Valores mobiliários escriturais*, p. 320).

funcional e a limitação funcional dos poderes de disposição do intermediário financeiro¹⁹⁹⁴. Por princípio, assim será nas operações de bolsa, em que do anonimato inerente à negociação em mercado decorre o desconhecimento da identidade das contrapartes.

§13.º Titularidade indireta de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, exercício de direitos de voto e imputação de direitos de voto

I. De acordo com o plano de trabalho traçado no início, esta dissertação termina com a análise de dois problemas suscitados pela *titularidade indireta* de ações negociadas em mercado regulamentado: o exercício dos direitos de voto inerentes a ações detidas fiduciariamente por um intermediário financeiro, em primeiro lugar; e o modo como se procede à imputação desses mesmos direitos de voto para efeitos do art. 20.º CdVM, em segundo. A relevância prática do tema e as dúvidas e dificuldades que ele suscita na vida quotidiana das sociedades cotadas e dos seus acionistas por si só justificariam a atenção especial que de seguida lhe é dedicada. A verdade é que, para além desta sua inquestionável projeção no tráfego mobiliário, os problemas enunciados revestem um assinalável interesse dogmático, porquanto se situam no cerne de uma necessária atualização dos paradigmas doutrinários em que assenta a própria relação entre sócio e sociedade.

Num e noutro caso, a sobreposição de camadas normativas adensa-se; ficou demonstrado que o regime jurídico aplicável às situações de titularidade indireta de valores mobiliários resulta de uma intensa dialética entre *direito comum* — o quadro dogmático de base do negócio fiduciário de gestão¹⁹⁹⁵ — e *direito especial* — relevando aqui, em especial, os deveres gerais de conduta e organização interna dos intermediários financeiros¹⁹⁹⁶. A estes planos normativos, estando em causa ações admitidas à negociação em mercado regulamentado (*i.e.* ações *cotadas*), acresce um outro, composto por coordenadas

¹⁹⁹⁴ Esta tutela do terceiro adquirente de boa fé está sujeita à validade e eficácia do ato transmissivo causal, sem prejuízo da aplicação da disciplina destinada a regular a liquidação e compensação de operações sobre valores mobiliários integrados em sistema centralizado (especificamente, os arts. 274.º ss. CdVM). Notando, a respeito do direito espanhol, que o regime da aquisição *a non domino* permite sanar unicamente o vício de ilegitimidade do alienante, e já não os eventuais vícios do negócio através do qual o terceiro (de boa fé) adquire os valores mobiliários, CABALLERO GERMAIN, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, pp. 343-344.

¹⁹⁹⁵ Cf. §§ 4.º a 7.º.

¹⁹⁹⁶ Cf. §§ 8.º a 12.º.

normativas particulares, justificadas por estarem em causa valores mobiliários negociados em massa. Mantendo como ponto de referência as situações de titularidade indireta descritas, é à análise dessa malha normativa complexa que se destinam as páginas seguintes.

II. O exercício dos direitos de voto inerentes a ações integradas em cadeias de intermediação constitui um dos temas mais acesamente debatidos na literatura que se vem debruçando sobre os fenómenos de titularidade indireta de valores mobiliários, tendo dele se ocupado também diversas iniciativas de modernização e harmonização do direito mobiliário¹⁹⁹⁷. Em bom rigor, está aqui em causa apenas uma manifestação específica de um outro tema mais amplo — central na dogmática *jus-societária* hodierna — que é o do exercício dos direitos de participação em assembleia geral e de voto em sociedades com o capital disseminado pelo público e caracterizadas pela pulverização da sua estrutura acionista¹⁹⁹⁸. Viu-se já que os modelos de titularidade e circulação de valores mobiliários construídos como reação ao *paperwork crunch*, amplamente assentes em complexas cadeias de intermediação financeira, implicaram um *distanciamento* acentuado entre a sociedade emitente e o investidor final¹⁹⁹⁹; este fenómeno de distanciamento complexificou o envolvimento dos investidores finais nos processos deliberativos das sociedades emitentes, que passou a enfrentar novos obstáculos físicos, mas também jurídicos²⁰⁰⁰, para além ter

¹⁹⁹⁷ Pode encontrar-se uma abordagem sistemática do problema, incluindo numa perspetiva juscomparativa, em J. PAYNE, “Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK”, pp. 187 ss.

¹⁹⁹⁸ Compreensivelmente, por extravasar em muito o âmbito deste estudo e, especificamente, o problema do exercício de direitos de voto em situações de titularidade indireta de ações, não tenho a pretensão de tratar aqui este tema do exercício do direito de voto de forma aprofundada ou sequer sistemática. É abundante a literatura que, em especial na última década — e tendo como pano de fundo um movimento de combate ao absentismo acionista que caracteriza(va) as sociedades de maior dimensão —, se vem ocupando do problema do envolvimento no processo deliberativo societário daqueles a quem cabe efetivamente a decisão (e o risco) de investimento. Numa perspetiva juscomparativa, oferecendo uma descrição dos regimes de legitimação acionista vigentes nos EUA, no Reino Unido, na Alemanha, em França, em Espanha e em Itália, cf. os textos recentes de M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista ed esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, pp. 35 ss., e N. DE LUCA, “Titolarità vs. legittimazione”, pp. 313 ss. Na literatura portuguesa, cingindo a análise ao exercício destes direitos sociais nas sociedades emitentes de ações negociadas em mercado organizado, veja-se J. LABAREDA, “Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas”, pp. 141 ss. Como se notou no texto, para além da atenção da doutrina, esta temática está igualmente no cerne de um conjunto significativo de iniciativas legislativas, de âmbito nacional e internacional, destacando-se — no que especificamente ao direito português diz respeito — as iniciativas levadas a cabo no quadro da União Europeia, que, até ao momento, se materializaram na aprovação da Diretiva dos Direitos dos Acionistas, entretanto transposta entre nós.

¹⁹⁹⁹ Como ficou atrás detalhadamente explicado atrás (cf. §8.1).

²⁰⁰⁰ A este respeito, veja-se a síntese constante do *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, p. 50; sobre este documento, cf. nota 2017; cf., também, P. MASOUIROS, “Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously?”, pp. 195 ss.

aberto o caminho a situações potencialmente patológicas, de que é exemplo paradigmático o chamado *voto vazio* (*empty voting*)²⁰⁰¹. De resto, o problema coloca-se mesmo naquelas ordens jurídicas em que prevaleceram modelos de titularidade direta ou em que, pelo menos, é reconhecido ao investidor final um direito sobre os valores mobiliários oponível *erga omnes*, incluindo ao emitente; nem a ficção de uma *compropriedade* do título global objeto de depósito centralizado, no ordenamento alemão, nem o reconhecimento de um *security entitlement* ao *beneficial owner* das ações, no norte-americano, bastaram para que aí fosse sem mais assegurado ao investidor final o gozo das prerrogativas típicas do acionista e, em particular, daquelas prerrogativas que — como o direito a participar em assembleia geral e aí votar — não revestem caráter patrimonial²⁰⁰².

Foram sendo ensaiadas diversas abordagens para este tópico — algumas em desenvolvimento de práticas de mercado, entretanto consolidadas como verdadeiros usos do tráfego, outras a partir de intervenções legislativas —, mas que constituem, ainda hoje, *trabalho em progresso*. Em concreto, a institucionalização dos modelos de titularidade indireta e a regulação, nesse âmbito, do exercício dos direitos sociais pelo intermediário financeiro mas em prossecução do interesse do investidor, a disseminação do sistema da data de registo (*record date*)²⁰⁰³, ou o progressivo favorecimento da criação de registos de acionistas junto do emitente — bem visível, por exemplo, no ordenamento germânico²⁰⁰⁴ — não propiciaram, até hoje, soluções definitivas para o problema da legitimação do investidor final, que por isso subsiste no tráfego e é, aliás, intensificado pela dispersão transfronteiriça

²⁰⁰¹ Sobre o fenómeno é obrigatória a referência aos textos, já citados, de HU/BLACK, “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, pp. 721 ss., e “Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II”, pp. 625 ss.

²⁰⁰² No direito alemão, tipicamente, a cadeia de intermediação não interfere com o regime de titularidade, sendo nas situações-regra reconhecido ao investidor final um direito sobre os valores mobiliários objeto de depósito coletivo a que é reconhecida oponibilidade *erga omnes*. Ainda assim, a intervenção necessária — e a diferentes títulos — de instituições financeiras naquela cadeia de titularidade, que tal como ficou descrito atuam como compossuidores do título depositado, dificulta de forma significativa a simples identificação daquele acionista, e consequentemente o exercício do direito de voto (emissão de instruções, constituição de representantes, etc.). Estas dificuldades são bem descritas, para além de na literatura que atrás foi citada a respeito do *Sammelverwharung* (cf. §8.1), no texto de DECKER/KÜMPEL, *Das Depotgeschäft*, pp. 188 ss. Uma das soluções que vem sendo implementada para facilitar este processo tem sido a preferência pela emissão de ações nominativas, de modo a permitir à sociedade emitente a manutenção de um registo atualizado dos titulares das ações; sobre este mecanismo, cf. nota 2015. No ordenamento americano, merecem referência o texto seminal de KAHAN/ROCK, “The hanging Chads of Corporate Voting”, pp. 1227 ss., que procede a um impressionante levantamento empírico dos riscos operacionais e jurídicos que são suscitados pelo exercício do direito de voto nas sociedades cotadas, resultante do acolhimento generalizado do mecanismo da *record date* e da sobreposição de níveis de intermediação através do recurso aos chamados *nominees* e *street holders*; bem como o de J. FISCH, “Securities Intermediaries”, pp. 885 ss.

²⁰⁰³ Sobre o regime da *record date* no ordenamento americano, COX/HAZEN, *On Corporations*, p. 346.

²⁰⁰⁴ Cf. NOACK, “Namensaktie und Aktienregister”, pp. 54 ss.

do investimento nos mercados de capitais e pela ausência de uma harmonização eficaz do direito mobiliário.

Como se dizia, é neste quadro mais amplo que surge o tema do exercício dos direitos de voto nas situações de titularidade indireta de ações²⁰⁰⁵. São inúmeras as dificuldades que este fenómeno do comércio jurídico coloca: discute-se a quem deve ser reconhecida a posição de acionista e, em consequência, atribuído o direito de participar na assembleia geral da sociedade emitente e aí votar; procuram-se formas de combater o absentismo acionista, particularmente significativo nestes casos em que inexiste uma relação direta entre investidor e emitente, assegurando em simultâneo o respeito pela vontade e/ou o interesse do *ultimate investor* no exercício do direito de voto; definem-se as particularidades de regime do processo de legitimação societária suscitadas pelas hipóteses de titularidade indireta; e discute-se também o tratamento a dar àquelas situações em que o intermediário financeiro atua em nome próprio mas por conta e no interesse de uma multiplicidade de clientes, que pretenderão ver os *seus* direitos de voto exercidos em sentidos divergentes. É sobre estas questões que se pretende de seguida dar breve nota, oferecendo pistas para o seu tratamento no direito português hoje vigente.

III. Na substância, não há dúvidas de que, num cenário de titularidade indireta de ações, o direito de voto *pertence* ao investidor final, afinal aquele a quem coube a decisão de investimento e que suporta o risco económico que lhe está associado. A neutralidade da posição do intermediário financeiro relativamente ao conteúdo das ações, decorrente da natureza fiduciária da titularidade em que fica investido, não está — por definição — limitada aos direitos de natureza económica (*maxime*, aos dividendos), devendo também o exercício do direito de voto ser pautado pela prossecução do interesse do investidor final, na esfera de quem se repercute, ainda que apenas de forma derivada, todo o conteúdo dos valores mobiliários que estão na base da cadeia de intermediação.

²⁰⁰⁵ Em rigor, este tema não se cinge estritamente ao exercício do direito de voto, abarcando, de forma mais abrangente, o exercício de todos os direitos de conteúdo social inerentes a ações indiretamente detidas, em especial aos que respeitem à participação na assembleia geral. Assim sendo, as situações de titularidade indireta de ações também interferem, necessariamente, com os direitos de pedir a inclusão de pontos na ordem de trabalhos (cf. arts. 378.º CSC e 23.º-A CdVM), ou de apresentar propostas de deliberação (cf. 23.º-A CdVM), como também com o próprio direito a requerer a convocação de uma reunião de sócios (cf. arts. 375.º e 23.º-A CdVM). É porém, e compreensivelmente, o exercício de direito de voto — enquanto prerrogativa paradigmática de participação do sócio na vida da sociedade — que tem centrado o debate doutrinal; sem prejuízo de referências incidentais ao exercício (indireto) de outros direitos, é ao voto que esta análise está delimitada.

Sucedee que a intervenção de um ou mais intermediários financeiros na própria cadeia de titularidade gera evidentes (e, em grande medida, inevitáveis) entropias, não apenas de índole prática mas também jurídica, que dificultam a participação — direta ou indireta — do investidor final no processo deliberativo da sociedade emitente. De um lado, faltam ao intermediário financeiro os incentivos certos para procurar influenciar ativamente, pelo voto, o governo da sociedade emitente, até porque os benefícios económicos de um tal envolvimento fluem integralmente para o investidor. Além disso, constrangimentos legais ou reputacionais podem condicionar de forma significativa (ou mesmo impedir) a intervenção do intermediário financeiro neste domínio. Por outro lado, ao *beneficial owner*, faltando-lhe a titularidade das ações, falta-lhe por princípio a legitimidade para diretamente se envolver no processo deliberativo da sociedade emitente. Acresce que a sobreposição de diversos níveis de intermediação, muitas vezes situados em sistemas jurídicos distintos, torna virtualmente impossível discernir com segurança a vontade real do investidor final ou, mesmo quando ela é conhecida, garantir a sua eficaz transmissão ao longo da cadeia de titularidade até ao intermediário que assegura a relação com o emitente²⁰⁰⁶. Em suma, aquele *risco jurídico* que atrás se assinalou como sendo uma consequência incontornável do fenómeno de intermediação financeira, e que é intenso nas cadeias de titularidade indireta de valores mobiliários²⁰⁰⁷, materializa-se também a respeito do exercício do exercício do direito de voto²⁰⁰⁸.

Mesmo num contexto em que é incontornável o fenómeno de *patrimonialização* da participação social²⁰⁰⁹ — e em que a pulverização acionista que caracteriza a estrutura societária hodierna e o distanciamento físico entre investidor e sociedade²⁰¹⁰ mitigam significativamente os benefícios retirados de uma participação ativa na vida societária²⁰¹¹ —

²⁰⁰⁶ Sobre estes problemas, cf. KAHAN/ROCK, “The hanging Chads of Corporate Voting”, pp. 1248 ss.

²⁰⁰⁷ Cf. §9.2 e 9.3. Na literatura, cf. R. MCCORMICK, *Legal Risk in the Financial Markets*, pp. 169 ss

²⁰⁰⁸ Assim, cf. J. PAYNE, “Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK”, pp. 187 ss.

²⁰⁰⁹ Porque cada vez mais vista como um investimento comum e menos como um meio de exercício de influência na sociedade — cf., por exemplo, M. SIEMS, *Convergence in Shareholder Law*, pp. 89-90.

²⁰¹⁰ Realidade indesmentível a que vem associada a redução da capacidade para influenciar o processo de tomada de decisão social — cf. J. KATZ, “Barbarians at the ballot box”, p. 1491.

²⁰¹¹ Fatores estes que estão na base de um fenómeno conhecido na literatura da *law & economics* por *apatia racional* (*rational apathy*); a opção pelo abstencionismo pode, na verdade, ter subjacente da parte do acionista um comportamento racional, uma vez que os custos associados ao exercício do direito de voto nas sociedades abertas ou, mais genericamente, à participação no processo de tomada de decisões sociais — custos estes relacionados, por exemplo, com a deslocação, a obtenção e tratamento de informação sobre modo as matérias a deliberar ou sobre o próprio funcionamento da assembleia, entre outros — podem exceder (e, na generalidade dos casos, excedem efetivamente) os benefícios retirados por cada acionista. Sobre esta noção de

, nem por isso passou despercebida a necessidade de, no quadro mais abrangente do combate ao absentismo acionista, promover, facilitar e racionalizar o exercício dos direitos de voto inerentes a ações integradas em cadeias de titularidade indireta²⁰¹². Isso mesmo é patente na generalidade das ordens jurídicas de referência²⁰¹³, mas também, o que não pode deixar de ser visto como a confirmação da relevância do tema, no quadro das iniciativas internacionais de harmonização do direito mobiliário²⁰¹⁴.

Por ter adquirido força de lei no ordenamento português, merece destaque a Diretiva dos Direitos dos Acionistas, que contém um conjunto significativo de disposições especificamente destinadas a regular o exercício dos direitos de voto inerentes a ações detidas por intermediários financeiros a título profissional por conta de clientes, consagrando, para estes casos, a regra do fracionamento do voto²⁰¹⁵. Subjacente ao quadro

apatia racional, é vastíssima a bibliografia merecedora de referência; veja-se, a título meramente exemplificativo, EASTERBROOK/FISCHEL, "Voting in Corporate Law", pp. 395 ss.; na literatura mais recente, cf. as abordagens do tema por M. SIEMS, *Convergence in Shareholder Law*, pp. 89 ss. e *passim.*, e J. KATZ, "Barbarians at the ballot box", pp. 1483 ss.

²⁰¹² Não se pense, de resto, que o *volume* dos direitos de voto em jogo nestas hipóteses de titularidade indireta de ações é irrelevante no *mercado para o controlo societário*. Basta notar os inúmeros exemplos, apresentados na literatura, de votações societárias para os mais variados fins decididas por percentagens mínimas dos votos emitidos (cf. KAHAN/ROCK, "The hanging Chads of Corporate Voting", pp. 1227 ss.), para ser forçoso reconhecer a relevância dos votos inerentes a *ações indiretas* no processo deliberativo das sociedades.

²⁰¹³ Exemplo paradigmático de um ordenamento onde o problema do chamado *enfranchisement of beneficial shareholders* tem sido objeto de análise atenta, e não apenas nos anos mais recentes, é o direito inglês, tendo a matéria sido tratada na revisão do *Companies Act* de 2006; veja-se, a este respeito, por exemplo, P. DAVIES, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, pp. 430 ss.; J. PAYNE, "Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK", pp. 187 ss.; R. NOLAN, "Indirect Investors: A Greater Say in the Company", pp. 73 ss.; no plano das iniciativas legislativas, veja-se COMPANY LAW REVIEW STEERING GROUP, *Modern Company Law for a Competitive Economy: Final Report*, 2001, para. 7. Sobre o problema no ordenamento norte-americano, para além do texto de KAHAN/ROCK citado na nota precedente, veja-se também DONALD, "The Rise and Effects of the Indirect Holding System", pp. 23 ss. No direito alemão, o descrito favorecimento da emissão de ações nominativas propiciou o surgimento de situações de titularidade indireta, de natureza fiduciária, que ficaram sujeitas ao regime §67AktG. O problema surge, também, naquelas situações em que os intermediários financeiros não estão autorizados a prestar o serviço de registo de valores mobiliários, em que inexiste, por regra, uma relação direta entre investidor final e sociedade emitente, cabendo ao intermediário financeiro a posição de acionista em nome próprio. Sobre o exercício do direito de voto nestes casos, cf. SCHNEIDER/VON PILCHAU, "Der nicht registrierte Namensaktionär", pp. 181 ss. Sobre o fenómeno, no direito italiano, cf. M. GARGANTINI, *Iddentificazione dell'azionista ed esercizio del voto nelle s.p.a. quote*, pp. 15 ss. e *passim.*, e N. DE LUCA, "Titolarità vs. legittimazione", pp. 311 ss., e, no direito espanhol, RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, "Colaboración bancaria en la administración de valores anotados en cuenta", pp. 29 ss.

²⁰¹⁴ O tema do exercício dos direitos de voto inerentes a *intermediated securities* foi objeto de regulação expressa na Convenção Unidroit. Nos termos do seu art. 9.º/1, o direito de voto é reconhecido como um *entitlement* do *account holder*, o que, num primeiro plano, parece sugerir que a legitimidade para o exercício daquele direito social pode ser imputada ao *beneficial shareholder*. Sucede que, como nota J. PAYNE, "Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK", p. 215, a sobreposição do quadro normativo traçado na Convenção e com as regras de direito interno que permanecem aplicáveis (art. 28.º da Convenção Unidroit) torna o processo de legitimação dos acionistas dependente de regimes que não estão plenamente harmonizados. É por isso incerta a eficácia da solução consagrada neste instrumento.

²⁰¹⁵ Sendo mais amplo o seu âmbito normativo, a Diretiva dos Direitos dos Acionistas avança decisivamente na criação de regras destinadas a regular o exercício do voto nas situações de titularidade

normativo deste instrumento — e confirmando uma coordenada que comum à generalidade das ordens jurídicas europeias — está a ideia de que o processo de legitimação para o exercício dos direitos de voto e, mais genericamente, para a participação no processo deliberativo das sociedades deve abdicar de uma *busca* do investidor final nas cadeias de intermediação de ações, reconhecendo-lhe (artificialmente) um vínculo direto com o emitente. Ao invés, a Diretiva basta-se com um regime que propicia o envolvimento *indireto* daquele investidor final, que fica dependente da atuação do intermediário financeiro. Privilegiou-se a segurança conferida pelo registo formal das ações e, portanto, a maior determinabilidade dos sujeitos a quem deve ser reconhecida a posição de acionista, em detrimento de uma ligação direta entre a sociedade emitente e aquele que suporta o risco de investimento associado às ações²⁰¹⁶. Sucede que, para resolver um problema — assegurando o chamado *enfranchisement* dos investidores indiretos através do envolvimento dos intermediários financeiros —, não se eliminou um outro foco de preocupações; ao ser promovido o exercício *indireto* do direito de voto através dos fiduciários, ficou definitivamente *institucionalizada* — porque objeto de expresse acolhimento legal — a

indireta. No seu considerando 11, é expressamente reconhecido que, sempre que se encontram envolvidos intermediários financeiros, a eficácia da votação sujeita a instruções depende, em larga medida, da atuação conforme dos vários intervenientes na cadeia, não conseguindo os investidores exercer os direitos de voto sem a cooperação de cada um dos intermediários. Para permitir aos investidores o exercício dos seus direitos de voto, em particular em situações transfronteiriças, torna-se por isso necessária a estreita cooperação dos intermediários. Para este efeito, a Diretiva consagra no art. 13.º uma malha normativa aplicável aos casos em que o titular das ações, de acordo com a lei nacional aplicável, atua a título profissional por conta de clientes. Aquelas regras visam promover o exercício do direito de voto nestas situações de titularidade indireta, designadamente através da eliminação de obrigações de informação ou de outras exigências formais e probatórias que se mostrem excessivas (cf. art. 13.º/2 e 3), da admissibilidade do fracionamento do voto (cf. art. 13.º/4) e, bem assim, da possibilidade de concessão de poderes de representação pelo acionista profissional aos *beneficial holders* das ações (cf. art. 13.º/5). A respeito deste regime, veja-se, por exemplo, A. HAINSWORTH, “The Shareholder Rights Directive and the challenge of re-enfranchising beneficial shareholders”, pp. 11 ss. Refira-se ainda que, no quadro do plano de ação da Comissão Europeia, o tema do exercício do direito de voto foi retomado no recente *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm. Neste documento, de âmbito muito abrangente, é assumido de forma clara o propósito de facilitar o envolvimento transfronteiriço dos acionistas no processo deliberativo das sociedades, em particular das sociedades cotadas; é interessante assinalar, porém, que ao contrário do que sucede na Diretiva dos Direitos dos Acionistas, onde é privilegiada a atuação do intermediário financeiro em nome próprio mas por conta dos *beneficial owners*, é neste *Report* assumida uma perspetiva diversa, mais favorável ao reconhecimento de uma ligação direta com o emitente.

²⁰¹⁶ Esta é, de resto, uma das críticas apontadas à Diretiva dos Direitos dos Acionistas (cf., por exemplo, N. DE LUCA, “Titolarità vs. legittimazione”, pp. 318 ss.); em particular, é assinalada a inexistência de uma válvula de escape que permita o reconhecimento do direito de voto diretamente na esfera do *beneficial owner* das ações, como que impondo um *look-through principle* ao longo da cadeia de intermediação — sendo certo que, porém, uma tal opção não é também vedada pelo instrumento de direito europeu. Perspetiva diferente é a adotada no ordenamento norte-americano, onde a figura do *securities entitlement* prevista no art. 8 UCC (cf. §8.1) legitima o reconhecimento ao *beneficial owner* do direito de votar em nome próprio; solução cuja implementação não é, porém, imune a dificuldades de índole prática, que muitas vezes culminam em situações de “*over-voting*” (cf. KAHAN/ROCK, “The hanging Chads of Corporate Voting”, pp. 1232 ss. e pp. 1242-1243).

possibilidade de aquele exercício ser afinal conduzido por um sujeito que é indiferente aos riscos e benefícios associados às ações em questão e que, por essa razão, não é titular de qualquer interesse económico na sociedade emitente (*empty voting*)²⁰¹⁷.

O direito português não é indiferente a este tema; aliás, se mesmo nos ordenamentos que acolhem e regulam modelos de titularidade indireta de valores mobiliários a sobreposição de diversos níveis de intermediação é, por si só, um fator de instabilidade no exercício dos direitos sociais, as dificuldades são ainda maiores naqueles outros ordenamentos em que as situações de titularidade indireta constituem, no essencial, realidades pré-normativas e que se encontram *fora* do sistema institucional de circulação de valores mobiliários²⁰¹⁸. Num sistema, como é o português, assente na titularidade direta das ações e num registo de titularidade mononível, a legitimidade para o exercício dos direitos inerentes caberá, por princípio, ao sujeito em nome quem está aberta a conta de registo individualizado²⁰¹⁹. Para as sociedades cotadas, isso mesmo foi, de resto, reforçado com a transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas²⁰²⁰, que acolheu entre nós o mecanismo da *record date*, segundo o qual tem direito a participar na assembleia geral e aí discutir e votar quem, na *data de registo*²⁰²¹ for titular das ações que lhe confirmam, segundo a lei e o

²⁰¹⁷ Na verdade, o tema do *empty voting*, que não se limita às situações de titularidade indireta de ações, foi de certa forma *legitimado* pelas recentes evoluções legislativas que centraram o processo de legitimação para o exercício do direito de voto na data de registo (abdicando do bloqueio), e que reconheceram expressamente este exercício por intermediários financeiros atuando por conta de clientes. Certo que, a este respeito, se procurou assegurar que um tal exercício é pautado pelo respeito e pela promoção do interesse do *beneficial owner*; este interesse pode, porém, ser impossível de discernir, como pode o investidor final simplesmente não ter qualquer vontade de se intrometer no processo deliberativo da sociedade emitente. Nestes casos, permanecendo o intermediário autorizado a exercer o direito de voto, persiste o problema suscitado pela dissociação entre a titularidade formal daquele direito e a imputação dos respetivos efeitos económicos.

²⁰¹⁸ Neste sentido, referindo-se ao ordenamento espanhol, GÓMEZ-SANCHA, “Indirect Holdings”, p. 50, que assinala justamente a maior dificuldade em lidar com a *transmissão* dos direitos sociais para os *beneficial owners* das ações, comparativamente com o sucede com a transmissão daqueles outros direitos que revestem conteúdo patrimonial (por exemplo, dividendos).

²⁰¹⁹ Cf. §9.1.

²⁰²⁰ Sobre este novo regime aplicável às assembleias gerais de sociedades cotadas, veja-se MENEZES CORDEIRO, “Novas Regras sobre Assembleias Gerais”, pp. 11 ss.; J. LABAREDA, “Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas”, pp. 141 ss. Nota este último autor que, em resultado do regime transposto pelo DL n.º 49/2010, de 19 de Maio, a participação e exercício de direitos de voto em assembleias gerais de sociedades fica sujeita a três estatutos jurídicos distintos (“*com carácter tendencialmente gradativo quanto às exigências que comportam*” (*id.*, p. 143), consoante a emitente seja uma sociedade anónima comum — caso em que se aplicará o regime geral previsto no Código das Sociedades Comerciais —, uma sociedade aberta — hipótese em que serão já aplicáveis a regras especiais estabelecidas no Código dos Valores Mobiliários para este subtipo de sociedade —, ou uma sociedade (aberta mas também) emitente de ações negociadas em mercado organizado, caso em que será aplicável este regime *especialíssimo* decorrente da transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas.

²⁰²¹ Correspondente às 0 horas (GMT) do 5.º dia de negociação anterior ao da realização da assembleia (cf. art. 23.º-C/1 CdVM).

contrato da sociedade, pelo menos um voto²⁰²². Neste quadro, é desde logo decisivo saber a quem cabe o exercício do direito de voto nas situações de titularidade indireta atrás descritas. A resposta a esta questão é contudo apenas o ponto de partida para um conjunto de problemas que, em face do direito hoje vigente, são suscitados pelo exercício de direitos de voto nessas hipóteses de intermediação e que, em grande medida, replicam aqueles que são tratados noutras longitudes.

IV. Como assinalado, há que, antes de mais, determinar a quem deve ser reconhecida a posição de acionista e, em consequência, reconhecido o direito de participar e votar em assembleia geral da sociedade emitente. Tomando como pressuposto tudo quanto atrás ficou dito, em particular quanto ao sistema de titularidade direta vigente entre nós, por um lado, e à natureza constitutiva do registo, por outro, é com segurança que se afirma que aquela posição de acionista só pode ser reconhecida ao intermediário financeiro titular da conta de registo individualizado em que se encontram inscritas as ações em causa. Não querendo aqui repetir tudo o que atrás ficou dito²⁰²³, basta recuperar as coordenadas centrais que, sem margem para grandes dúvidas, assim permitem concluir. Logo num primeiro plano, releva a função que, na definição do sistema centralizado de registo de valores mobiliários²⁰²⁴, a lei reserva à conta de registo individualizado: mesmo quando se trate de uma conta *omnibus*, é dela que resulta a imputação da titularidade das ações²⁰²⁵ e,

²⁰²² Cf. art. 23.º-C/1 CdVM. Como se sabe, a consagração no nosso ordenamento e por impulso europeu do sistema da *data de registo* constitui um dos aspetos marcantes da recente reforma do regime das assembleias gerais das sociedades emitentes de ações negociadas em mercado regulamentado; como se sabe também, não é nem foi pacífico o acolhimento entre nós deste método de legitimação de acionistas, que remete a aferição da titularidade das ações para um momento prévio ao da realização da assembleia. O tema não será aqui aprofundado, até porque apenas incidentalmente ele toca no problema que aqui verdadeiramente me ocupa. Ainda assim, sempre se dirá que — independentemente da bondade da opção legislativa de fundo tomada pelo legislador da União Europeia e depois pelo nacional — o quadro normativo hoje vigente, e em particular o que vem expressamente predisposto no art. 23.º-C/2 CdVM, parece não permitir que, exceto recorrendo à aplicação de outros institutos gerais (v.g. a proibição de voto em situação de conflito de interesses, verificando-se os respetivos pressupostos), se vede a participação em assembleia geral e o correspondente exercício do direito de voto a alguém que, estando legitimado na chamada *data de registo*, aliene as ações de que era então titular em momento prévio ao da realização da assembleia. Parece sugerir esse entendimento MENEZES CORDEIRO, “Novas Regras sobre Assembleias Gerais”, pp. 11 ss. Sobre o sistema de *record date*, numa perspetiva crítica, veja-se, na doutrina portuguesa, P. COSTA E SILVA, “O Conceito de accionista”, pp. 453 ss.; na literatura internacional, cf. os estudos de M. GARGANTINI, *Iddentificazione de'lazionista ed esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, pp. 35 ss., e N. DE LUCA, “Titolarità vs. legittimazione”, pp. 313 ss., que procedem a um levantamento comparativo do acolhimento do sistema da *data de registo* em ordens jurídicas de referência.

²⁰²³ Cf. §9.3.

²⁰²⁴ Tratando-se de *ações cotadas*, elas estão necessariamente integradas em sistema centralizado.

²⁰²⁵ As quais, por seu turno, se encontram espelhados na *conta de controlo* aberta pelo intermediário financeiro junto da entidade gestora daquele sistema centralizado (cf. §§9.1 e 9.2).

dessa forma, a imputação da legitimidade ativa e passiva para o exercício dos direitos que lhes são inerentes²⁰²⁶. Já irrelevantes para reconhecer a legitimidade para o exercício dos direitos de voto são as sucessivas *contas* e *subcontas* em que é desdobrada aquela conta de registo individualizado que está na base da cadeia de titularidade indireta²⁰²⁷. A esta devida consideração da *função normativa* desempenhada pela conta de registo individualizado, acresce depois o reconhecimento da natureza constitutiva da inscrição em conta de valores mobiliários escriturais e da ligação indissociável que ela impõe entre *titularidade do documento* e *titularidade da posição jurídica causal*²⁰²⁸. Não se negando, conforme ficou explicitado, a relevância jurídica da realidade causal subjacente a estas situações, ela não basta para, justaposta à posição conferida pelo registo ao intermediário financeiro, atribuir ao investidor final uma posição jurídica plena e exclusiva, oponível a terceiros e, especificamente, passível de criar um elo jurídico direto entre aquele investidor e o emitente, permitindo ao primeiro exercer em nome próprio os direitos de voto inerentes às ações de que é (apenas) *beneficial owner*.

Esta conclusão é sufragada pelas alterações ao regime das assembleias gerais de sociedade emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e, especificamente, pelo teor do n.º 6 do art. 23.º/C CdVM. Neste, é tornado claro que, nas cadeias de titularidade indireta, é ao *acionista profissional* que cabe o exercício dos direitos de voto, o que equivale ao reconhecimento (pelo menos, implícito) de que a inscrição em conta de registo individualizado das ações em questão constitui o fato jurídico atributivo da respetiva titularidade — e portanto da imputação dos direitos inerentes —, que não é afetada pela relação (contratual) subjacente que une aquele acionista a título profissional e os *ultimate investors*²⁰²⁹.

²⁰²⁶ Cf., respetivamente, arts. 55.º/1 e 56.º CdVM.

²⁰²⁷ Ainda que não irrelevantes, como atrás se explicou, para outros efeitos, designadamente os que se prendam com a determinação da posição jurídica (derivada) de que é titular o investidor perante o intermediário financeiro (cf. §9.3 e §9.3), a que podem ser reconhecidas externalidades em algumas circunstâncias específicas (cf. §§11.º e 12.º).

²⁰²⁸ Cf., uma vez mais, §9.1. Como ficou aí demonstrado, inexistem fundamentos normativos para, ao lado do modelo de registo, circulação e exercício de direitos inerentes consagrado no Código dos Valores Mobiliários, autonomizar na esfera jurídica dos investidores finais uma posição de *acionista material*, assente na *pertença económica* daqueles valores mobiliários, e que legitimaria, nestas hipóteses de titularidade indireta, o envolvimento em nome próprio no processo deliberativo da sociedade emitente.

²⁰²⁹ A conclusão análoga se chega também no direito inglês, onde o exercício do direito de voto pelo titular registado das ações não é afetado pela circunstância de ele atuar, nessa qualidade, como *trustee* por conta e no interesse de um terceiro; assim, J. PAYNE, “Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK”, pp. 196-197, que cita a este respeito a norma expressa prevista na *section 126* do *Companies Act*. No âmbito do debate em torno do *enfranchisement of indirect investors*, foi sugerida a alteração deste preceito legal no sentido

Resta dizer, concretizando uma ideia que foi também já antes demonstrada²⁰³⁰, que esta conclusão não pode ser afastada através do recurso à prerrogativa da elisão da presunção de titularidade, construindo, por essa via, uma ligação direta entre emitente e investidor final e, com isso, habilitando este a exercer diretamente os direitos de voto. Nesse sentido, dir-se-ia que a presunção de titularidade de que o intermediário financeiro goza nos termos do art. 74.º/1 CdVM poderia ser afastada com fundamento na natureza fiduciária daquela posição jurídica e, portanto, na pertença económica das ações a um outro sujeito; a partir daí, o presidente da mesa da assembleia geral da sociedade emitente poderia aceitar o exercício direto do direito de voto pelo investidor final, demonstrada uma sua (suposta) titularidade material das ações²⁰³¹. Ora, este mecanismo de elisão da presunção de titularidade não atua nas situações de titularidade fiduciária de ações, em que a atribuição da *propriedade* dos valores mobiliários ao intermediário financeiro constitui um efeito estável do negócio jurídico de gestão que lhe serve de base, sendo pretendido pelos intervenientes — para além de estar em linha com os usos do tráfego²⁰³². Assim sendo, o levantamento da presunção de titularidade de um conjunto de ações, designadamente se feita perante o presidente da mesa da assembleia geral da sociedade emitente para legitimar a participação direta no processo deliberativo, não pode prescindir de um título causal que a justifique, por dele resultar a atribuição da própria titularidade a sujeito distinto daquele que consta da conta de registo individualizado. Já assim não será se, como sucede nas situações de titularidade indireta de ações, o investidor for, nos termos do modelo contratual estipulado, apenas titular de um direito de crédito, oponível ao intermediário

de — mantendo o princípio de que a relação entre a sociedade emitente e o titular registado deverá ser indiferente a eventuais situações de *trust* — admitir uma relevante exceção justamente para o exercício do direito de voto, para o que passariam a estar legitimados diretamente os *beneficial holders*. Como explica aquela autora, a proposta foi porém rejeitada, temendo-se o seu impacto na segurança do tráfego, em detrimento de uma abordagem que privilegiou a predisposição de regras aplicáveis à relação entre a emitente e o intermediário destinadas a promover o envolvimento acionista. Isso mesmo é prosseguido por duas vias: de um lado, estabelecendo de forma clara os procedimentos a seguir pelo intermediário para exercer o direito de voto em nome próprio mas por conta do seu cliente e investidor final; por outro, tornando possível a outorga pelo intermediário financeiro de poderes de representação ao *beneficial owner*, que assim poderá participar na assembleia e exercer por si os direitos de voto, ainda que como *proxy* do intermediário financeiro.

²⁰³⁰ Cf. §9.3.

²⁰³¹ Solução sugerida, a respeito especificamente das sociedades gestoras de patrimónios, por O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, pp. 162 ss.

²⁰³² Por outras palavras, inexistente na esfera do investidor um verdadeiro direito a requerer o registo em seu nome, sendo este antes titular do direito a exigir, do intermediário financeiro, a transmissão dos mesmos em execução do programa contratual estipulado (cf. §9.3, mais detalhadamente).

financeiro titular — ainda que merecedor de relevante tutela externa²⁰³³. Razão porque, em suma, o mecanismo de elisão da presunção de titularidade decorrente do registo, resultante da articulação dos n.º 1 e n.º 3 do art. 74.º CdVM, não permitirá, como regra geral, a *reconfiguração* destas situações de titularidade indireta de ações e, por essa via, a *legitimação* do investidor final para participar na assembleia geral da sociedade emitente e aí exercer o direito de voto.

V. Resulta da natureza fiduciária desta titularidade em que está investido o intermediário financeiro o dever de exercer todos os direitos inerentes àqueles valores mobiliários — económicos ou políticos —, no interesse do investidor final (e fiduciante). Este dever contratual de prossecução de um interesse alheio é, de resto, reforçado pela malha normativa aplicável às atividades de intermediação financeira, *maxime* em resultado do princípio geral consagrado no art. 304.º CdVM segundo qual *os intermediários financeiros devem orientar a sua actividade no sentido da protecção dos legítimos interesses dos seus clientes*²⁰³⁴. Especificamente a respeito do direito de voto, vale ainda o disposto no art. 306.º/3 CdVM, que proíbe o intermediário financeiro de exercer os direitos inerentes a valores mobiliários *pertencentes* ao seus clientes, mesmo no quadro de uma relação de índole fiduciária. Tal implica que o respetivo exercício não se encontrará por regra — *i.e.* exceto naqueles casos em que o programa contratual estipule noutro sentido —, num espaço de atuação discricionária do intermediário financeiro, estando antes vinculado à

²⁰³³ Além disso, sob pretexto de uma suposta facilitação do envolvimento dos investidores no processo deliberativo das sociedades emitentes, estar-se-ia na verdade a abrir uma verdadeira *caixa de pandora*, colocando em causa — sem benefícios que o justificassem — a segurança que é promovida pelo sistema de registo, circulação e legitimação de valores mobiliários desenhado na lei. Sendo atribuída relevância para a legitimação da participação em assembleias gerais não à conta de registo integrada no sistema centralizado, mas às contas internas abertas na contabilidade do intermediário financeiro para o desdobramento das posições individuais de cada investidor, não resultaria apenas desvirtuado o modelo de registo único e mononível previsto na lei. Mais do que isso, a determinação das situações jurídicas incidentes sobre ações — e, neste campo, também a legitimação para particular em assembleias gerais e exercer o direito de voto — passaria a depender afinal da contabilidade interna dos intermediários financeiros, para o que não vigoram quaisquer regras ou padrões normativos consistentes e verificáveis. A insegurança daí decorrente seria incompatível com o regular funcionamento do mercado, mas também com a estabilidade do processo deliberativo das sociedades, que poderia ser facilmente atacado com base em irregularidades na legitimação da participação dos acionistas.

²⁰³⁴ Acerca da concretização deste dever geral de conduta, LEITE BORGES, “O Conflito de Interesses na Intermediação Financeira”, p. 353; FAZENDA MARTINS, “Deveres dos Intermediários Financeiros”, pp. 329 ss.; MENEZES LEITÃO, “Actividades de Intermediação”, p. 143. Sobre a dupla natureza destas disposições e o seu reflexo no conteúdo da relação jurídica estabelecida entre intermediário financeiro e o seu cliente, veja-se o que atrás ficou dito em §10.2.

vontade (expressa ou tácita) do investidor²⁰³⁵. Só assim será assegurada a repercussão integral do conteúdo das ações na esfera do investidor, e não apenas a repercussão do seu conteúdo patrimonial. Sendo esta a coordenada de base, pode a partir dela ser formulado um conjunto de corolários relevantes para enquadrar o exercício dos direitos de voto inerentes a ações indiretamente detidas pelos investidores.

Beneficiando da flexibilidade (jurídica e operacional) que o sistema centralizado de registo de valores mobiliários propicia, a prática mobiliária recorre a diversos mecanismos e instrumentos jurídicos destinados a permitir o exercício de direitos de voto no interesse daqueles investidores indiretos. Um desses mecanismos, usado com frequência na vida quotidiana das sociedades cotadas, assenta na constituição — junto do mesmo intermediário em que se encontra titulada a conta *omnibus* em nome do fiduciário — de contas de registo individualizado «*temporárias*» abertas em nome dos próprios investidores finais. Em resultado, estes adquirem — ainda que apenas transitoriamente — a posição de acionista, podendo em consequência ser legitimados a participar em assembleia geral e exercer diretamente o direito de voto. Este procedimento, conformado pela autonomia privada dos intervenientes, implica a abertura de contas de registo individualizado (cf. art. 61.º/a CdVM) a tempo de assegurar o cumprimento das formalidades gerais de legitimação previstas na lei²⁰³⁶, passando o investidor final (ou um terceiro por ele designado) a ser titular em nome próprio das ações e a exercer, também em nome próprio, os direitos de voto que lhe são inerentes²⁰³⁷. Acresce que, com a abertura daquela conta transitória — a qual, não obstante esta sua função peculiar, constitui uma conta de registo individualizado *típica* — e o movimento a crédito das ações assim transferidas para a esfera do *beneficial owner*²⁰³⁸, como que se suspende a relação fiduciária, sendo recuperada (transitoriamente) a correspondência entre alocação jurídica e alocação económica daqueles bens. A relação fiduciária é depois retomada quando, terminada a assembleia geral, aquela conta de registo individualizado temporária é encerrada e as ações nela inscritas *regressam* à esfera do

²⁰³⁵ No direito inglês, J. PAYNE, “Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK”, p. 197.

²⁰³⁶ Em especial, as impostas pelo art. 23.º-C/6 CdVM: aquela *conta temporária* deverá ser aberta a tempo de ser respeitado o regime da *record date* consagrado no art. 23.º-C/1 CdVM e, bem assim, de ser cumprido o dever de dupla notificação previsto nos n.º 2 e n.º 3 do mesmo preceito.

²⁰³⁷ Este mecanismo, totalmente independente da intervenção da sociedade emitente e que não é expressamente regulado na lei, torna na prática possível um resultado análogo àquele que, como assinalado, é possibilitado pelas válvulas de escape que algumas legislações nacionais consagram (EUA, Alemanha, Itália, etc.) e que permitem a desconsideração da realidade registral e consequente legitimação do *beneficial owner*.

²⁰³⁸ A que corresponderá um débito correspondente na conta *omnibus* do fiduciário.

intermediário financeiro²⁰³⁹. Seguido este procedimento, bem se vê que o exercício do direito de voto em nada difere do que sucede nas situações de titularidade direta de ações²⁰⁴⁰.

Fora esta hipótese, e portanto quando permaneça no intermediário financeiro a legitimidade para o exercício do direito de voto, ao investidor caberá, por definição, o direito de emitir instruções quanto ao sentido em que aqueles devem ser exercidos²⁰⁴¹. O teor destas instruções situa-se no quadro da autonomia privada: elas podem tanto ser genéricas — por exemplo, estabelecendo critérios amplos que o intermediário financeiro deverá seguir em cada assembleia geral —, como particulares para determinadas assembleias gerais ou mesmo para propostas específicas de deliberação; elas podem conferir ao intermediário financeiro um poder discricionário para, no caso concreto, votar no sentido que considere mais adequado à promoção do interesse do seu cliente, como podem, simplesmente, vedar o exercício daquele direito social por conta do investidor²⁰⁴². Na ausência de instruções, e de regulação expressa da matéria no contrato de custódia fiduciária das ações, deve ser prudente a atuação do intermediário financeiro, porquanto nem mesmo aí deixa de estar vinculado ao interesse do investidor final. Nesta hipótese, o

²⁰³⁹ Em rigor, atenta a consagração do mecanismo da *record date*, o encerramento da conta temporária aberta em nome do fiduciante até pode suceder num momento anterior, desde ela esteja aberta no dia relevante para a determinação dos sujeitos com legitimidade para participar na assembleia (cf. art. 23.º-C/1 CdVM).

²⁰⁴⁰ Do que é possível apurar a partir de informação pública disponível, este modelo é utilizado por (pelo menos) algumas das centrais depositárias de valores mobiliários que atuam internacionalmente e asseguram a ligação com o mercado mobiliário português, dessa forma assegurando o exercício dos direitos de voto inerentes a ações de que são formalmente titulares, por conta porém (na generalidade dos casos) de outros intermediários financeiros internacionais ou de investidores finais. Ao abrigo de um acordo-quadro celebrado com o intermediário financeiro junto de quem está aberta a conta *omnibus* de titularidade que constitui a base da cadeia de intermediação, são criados os procedimentos que permitem a abertura daquelas contas temporárias em nome dos *beneficial owners* (que podem até nem ter uma relação direta com o ISD, mas com um outro intermediário envolvido na cadeia), bem como o respetivo encerramento, uma vez terminada a assembleia geral. Isto permite o envolvimento direto do investidor no processo deliberativo da sociedade, ao mesmo tempo que liberta o fiduciário dos riscos operacionais, jurídicos e reputacionais associados ao exercício do direito de voto em nome próprio mas por conta daqueles *beneficial owners*.

²⁰⁴¹ Interessa recordar aqui que nas relações assentes num mandato sem representação, como sucede nas hipóteses de titularidade indireta, o direito de emissão de instruções é reconhecido expressamente na lei (cf. art. 1161.º, a), projetando-se sobre ele, especificamente no quadro das atividades de intermediação financeira, o dever geral de prossecução do interesse dos clientes (cf. art. 304.º/1 CdVM), bem como o de atuação de boa fé e segundo elevados padrões de lealdade e diligência (cf. art. 304.º/2 CdVM).

²⁰⁴² Sem prejuízo de o contrato estabelecer um regime menos exigente para o intermediário financeiro, a projeção intensa do interesse do investidor/fiduciante no modo como devem ser exercidos os direitos inerentes às ações fiduciariamente detidas pelo intermediário financeiro (e portanto também os direitos de voto) permite afirmar que a este caberá o dever de, previamente a cada assembleia geral, solicitar ao investidor/fiduciante instruções a respeito do exercício dos direitos de voto. Veja-se, a este respeito, o levantamento empírico realizado por O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, p. 154, a respeito do teor dos clausulados contratuais gerais referentes a serviços de gestão de carteiras registados na CMVM.

intermediário financeiro deverá apenas exercer o direito de voto se, a partir da interpretação do contrato e de outros elementos relevantes, for possível, com segurança, discernir o sentido de voto apto a promover aquele interesse alheio. Caso contrário, deverá abster-se, sob pena de se aproximar de uma atuação abusiva relativamente ao mandato que lhe foi conferido²⁰⁴³. Se o intermediário financeiro violar as instruções emitidas pelo fiduciante, ou atuar abusivamente, incorrerá nos termos gerais em responsabilidade contratual, mas, atendendo à relação obrigacional que liga intermediário financeiro e investidor — e sem prejuízo do que adiante se dirá a respeito do novo regime previsto no art. 23.º-C/6 CdVM — a validade do voto (e portanto da própria deliberação social) não será por princípio colocada em causa²⁰⁴⁴.

VI. Para além de reconhecer a relevância destas situações de titularidade indireta de *ações cotadas* no tráfego mobiliário, o traço verdadeiramente inovador do regime de transposição para o ordenamento interno da Diretiva dos Direitos dos Acionistas reside na admissibilidade expressa do fracionamento do voto²⁰⁴⁵. Com efeito, o princípio da unidade de voto (cf. art. 385.º/1 CSC) era apontado na literatura como obstáculo a uma efetiva

²⁰⁴³ É comum, na prática mobiliária, que do programa contratual resulte a atribuição ao intermediário financeiro de um mandato amplo (ou mesmo discricionário) para o exercício dos direitos de voto em causa. Mesmo esta situação exige, porém, uma abordagem prudente, a fim de determinar se um tal mandato se encontra ainda limitado — mesmo que apenas de forma implícita — pela prossecução do interesse do investidor/fiduciante. Neste caso, os poderes conferidos ao intermediário financeiro serão ainda de exercício vinculado, mesmo que seja amplo o espaço de conformação do sentido de voto. Só se assim não for, e resultar expressamente do contrato que o investidor é indiferente ao exercício dos direitos de voto, poderá o intermediário financeiro exercê-los de forma discricionária, de acordo com aquele que, no caso concreto, for o seu próprio interesse. Estar-se-á, nesta hipótese, em face de uma situação paradigmática do assinalado *empty voting*, uma vez que o direito de exercer o direito de voto, que é atribuído ao intermediário financeiro e titular fiduciário das ações, não é acompanhado por qualquer interesse económico sobre aqueles valores mobiliários, que permanece repercutido na esfera do investidor/fiduciante.

²⁰⁴⁴ Com efeito, esta hipótese não é distinta daquela em que um ou mais acionistas se encontram vinculados por um acordo parassocial que regula o exercício dos direitos de voto. Nos termos gerais, a circunstância de um acionista violar a obrigação, a que por contrato se encontra vinculado, de exercer o voto num determinado sentido não tem por princípio impacto na validade do voto assim emitido, não podendo, em particular, aquela vinculação obrigacional ser oponível à sociedade emitente ou a terceiros. Por regra, nas situações de titularidade indireta de valores mobiliários, a vinculação do intermediário financeiro de exercer o direito de voto no sentido determinado pelo *beneficial owner* valerá exclusivamente na relação interna, exceto quando, como se verá já de seguida, esteja em causa a aplicação do regime que permite o fracionamento do direito de voto.

²⁰⁴⁵ Justamente porque o tema *sub judice* está delimitado às sociedades cotadas, que a respeito do fracionamento do voto beneficiam da assinalada disciplina especial, não cabe aqui aprofundar a hipótese — que parece dever ser sustentada — de a própria coordenada geral consagrada para a generalidade das sociedades anónimas no art. 385.º CSC dever ser subtilmente interpretada nas situações de titularidade fiduciária por conta de múltiplos fiduciantes, admitindo, para esses casos, a emissão de votos divergentes em consonância com as vontades por estes expressas ao fiduciário.

participação dos *investidores indiretos* nas decisões sociais e, portanto, como uma causa de indesejável absentismo acionista²⁰⁴⁶. Atuando o intermediário financeiro por conta de uma multiplicidade de clientes, a circunstância — altamente provável — de não ser entre estes coincidente o sentido em que pretendem ver exercidos os direitos de voto de que são *beneficial owners* tornava legalmente inviável, por razões de igualdade de tratamento, o exercício daquele direito em qualquer dos sentidos possíveis. Em resultado, ou uma parcela significativa do capital social das sociedades emitentes não via materializada a sua influência na sociedade, uma vez que os votos correspondentes não poderiam ser exercidos, ou verificavam-se situações potencialmente patológicas de fracionamento do direito de voto, realizado de modo não transparente.

Fazendo face a este obstáculo, ainda que apenas — pelo menos à superfície — para ações negociadas em mercado regulamentado, o art. 23.º-C/6 CdVM vem permitir ao *acionista a título profissional* o exercício em sentidos diversos dos direitos de voto inerentes às ações de que é titular (fiduciário)²⁰⁴⁷. É desta forma conciliado o postulado da unidade de voto com a materialidade económica subjacente, permitindo o cumprimento da vontade expressa pelos sujeitos a quem cabe o direito (contratual, não registral) de determinar o sentido do voto²⁰⁴⁸. Mais do que isso, aquele preceito legal estabelece os procedimentos que serão nesse caso aplicáveis: para além de impor um conjunto de formalidades relacionadas com a participação na assembleia²⁰⁴⁹, dispõe o art. 23.º-C/6 CdVM que, até ao sexto dia de negociação anterior ao da realização da assembleia²⁰⁵⁰, o intermediário financeiro deve apresentar ao presidente da mesa assembleia geral, *com recurso a meios de prova suficientes e proporcionais*, a identificação de cada cliente e o número de ações a votar por sua conta (*al. a*), bem como as instruções de voto, específicas para cada ponto da ordem de trabalhos, dada por cada cliente (*al. b*). Só se respeitadas estas condições, destinadas a assegurar que a atuação do *acionista profissional* se conforma ao mandato fiduciário, será admitido o voto divergente.

²⁰⁴⁶ Cf. FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 70; M. GALVÃO TELES, “Unidroit preliminary draft convention”, pp. 433-434; O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, pp. 164-165.

²⁰⁴⁷ No direito inglês, a possibilidade de *split-voting* é expressamente reconhecida na *section 152* do *Companies Act*, justamente para as situações em que o *registered owner* atua em nome próprio mas por conta de mais do que um investidor; cf. J. PAYNE, “Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK”, pp. 197 ss.

²⁰⁴⁸ Este desvio à regra da unidade de voto limita-se aos direitos de voto inerentes às ações de que é titular o intermediário financeiro por conta de clientes, recuperando a sua projeção normativa a respeito dos direitos de voto que sejam imputáveis a cada *beneficial owner*, que deverão ser emitidos no mesmo sentido.

²⁰⁴⁹ Previstas nos arts. 23.º-C/1 a 3 CdVM.

²⁰⁵⁰ *I.e.* até ao prazo previsto para declarar a intenção de participar na reunião (cf. art. 23.º-C/2 CdVM).

É só aparente a linearidade deste regime; desde logo, não é evidente o grau de escrutínio a exercer pelo presidente da mesa da assembleia geral sobre os elementos transmitidos pelo intermediário financeiro, ou sobre a conformidade da atuação do intermediário financeiro com as instruções por ele recebidas e que habilitam aquele fracionamento de voto. Pronunciando-se sobre o tema, MENEZES CORDEIRO adota uma visão minimalista dos poderes do presidente da mesa da assembleia geral, entendendo que a este não cabe qualquer poder de controlo quer sobre a existência da situação de titularidade indireta, quer sobre o cumprimento pelo intermediário financeiro, e acionista, das instruções emitidas pelos *beneficial owners*, restando-lhe confiar na informação transmitida pelo fiduciário²⁰⁵¹.

Compreende-se este apelo às limitações de ordem prática que, seguramente, dificultam a atuação daquele órgão social enquanto verdadeira instância de controlo da conduta do *acionista profissional*. Não deixa de ser verdade, todavia, que esta disciplina estabelece um conjunto de condições para que o intermediário financeiro possa beneficiar do desvio à regra da unidade do voto, de cuja verificação é responsável o presidente da mesa — de resto, como é norma no processo de legitimação para a participação em assembleias gerais. É evidente, por isso, a exigência de maior envolvimento daquele órgão social nestas situações de *voto indireto*, quando comparada, por exemplo, com o que sucede na simples representação de acionistas, hipótese em que não cabe ao presidente da mesa qualquer tipo de controlo sobre o conteúdo das instruções emitidas pelo representado e, portanto, sobre a extensão e sentido do mandato conferido ao representante²⁰⁵². Parece assim deste novo regime, pelo menos, o ónus de o presidente da mesa da assembleia geral assegurar que os votos emitidos pelo intermediário financeiro o são em conformidade com as instruções

²⁰⁵¹ Nas palavras do autor, o presidente da mesa não tem vocação, nem poderes, nem meios para uma apreciação razoavelmente aprofundada da existência da titularidade fiduciária e da ocorrência e sentido das instruções diferenciadoras. No fundo, ele limitar-se-á a conferir ao acionista profissional tantos boletins de voto quantos os por ele solicitados, indexando-os às acções alegadamente detidas por conta (cf. MENEZES CORDEIRO, “Novas Regras sobre Assembleias Gerais”, p. 33).

²⁰⁵² Com efeito, o regime da representação, quer o que vem consagrado no Código das Sociedades Comerciais (cf. art. 380.º), quer o mais detalhado previsto para as sociedades abertas (cf. art. 23.º CdVM), não pressupõem a divulgação ao presidente da mesa das instruções emitidas pelo representado ao representante, ao contrário do que sucede com o regime do fracionamento do voto *sub judice*. Parece por isso inevitável retirar as devidas consequências normativas deste enquadramento legal inequivocamente distinto.

recebidas²⁰⁵³, cabendo-lhe, ainda, a determinação do meios de prova considerados suficientes e proporcionais para esse efeito.

VII. Merece por fim referência uma outra alternativa apta também a promover o envolvimento destes *acionistas indiretos* no processo deliberativo das sociedades cotadas, assente já não no exercício dos direitos de voto pelo intermediário financeiro, atuando em nome próprio mas por conta dos *beneficial owners*, mas antes na atribuição a estes de poderes de representação. Por esta via, é tornado possível ao investidor final a participação na assembleia geral e o exercício direto dos direitos de voto — no sentido que entender conveniente —, ainda que atuando formalmente em nome do intermediário financeiro. Esta solução, que vem sendo explorada noutros ordenamentos²⁰⁵⁴, não foi ignorada pela Diretiva dos Direitos dos Acionistas, da qual consta uma disposição especificamente destinada a eliminar, para as situações de titularidade indireta de ações a título profissional, as limitações existentes no plano interno a respeito do número de pessoas que podem ser designadas como representantes de um sócio numa assembleia geral²⁰⁵⁵.

No fundo, do que aqui se trata é de uma outra modalidade de fracionamento (ainda que apenas potencial) do direito de voto, já não através da emissão de votos divergentes pelo intermediário financeiro, mas através da concessão de poderes de representação a múltiplos investidores finais — ou a terceiros por ele designados —, que poderão participar na reunião social e livremente votar no sentido pretendido. Certo que este mecanismo alternativo implica o recurso ao instituto da representação de acionistas para uma função

²⁰⁵³ Aliás, a prova das instruções será até mais fácil do que a própria identificação dos clientes por conta de quem as ações são detidas, ou do número destas (cf. J. LABAREDA, “Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas”, pp. 166-167). De qualquer forma, a obrigação de divulgação da ata com os resultados das votações (cf. arts. 63.º CSC e 23.º-D CdVM) permite ao investidor algum controlo, ainda que não permita assegurar que as instruções de voto por si emitidas foram efetivamente respeitadas. Um meio de controlo alternativo, consagrado no direito inglês, é a possibilidade de os sócios de uma sociedade cotada requererem à respetiva administração a produção de um relatório independente acerca do cumprimento das formalidades relacionadas com o exercício de direitos de voto e com o processo de tomada de deliberações sociais (cf. J. PAYNE, “Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK”, p. 200).

²⁰⁵⁴ No direito inglês, cf. GULLIFER, “Ownership of Securities: the Problems caused by Intermediation”, p. 2; PAYNE, “Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK”, 201 ss.; no ordenamento norte-americano, KAHAN/ROCK, “The hanging Chads of Corporate Voting”, p. 1233.

²⁰⁵⁵ Nos termos do art. 13.º/5 daquele instrumento, referente à eliminação de impedimentos ao exercício do direito de voto inerentes a ações envolvidas em cadeias de titularidade indireta, dispõe-se que *sempre que a lei aplicável limite o número de pessoas que o accionista pode nomear como procurador, de acordo com o n.º 2 do artigo 10.º, tal limitação não deve impedir o accionista a que se refere o n.º 1 do presente artigo [o acionista a atuar a título profissional] de nomear como procurador qualquer dos seus clientes ou qualquer terceiro designado por um cliente.*

distinta daquela para que ele foi desenhado; tipicamente, o representante está vinculado a exercer os direitos de voto no sentido determinado pelo representado²⁰⁵⁶. Não assim quando o intermediário financeiro/fiduciário atribui poderes de representação ao investidor final/fiduciante, caso em que o representante é, afinal, o *beneficial owner* das ações, cujo interesse — e não, como é típico, o do representado — irá prevalecer na determinação do sentido do voto²⁰⁵⁷. Ainda assim, sendo materialmente análoga à hipótese em que o intermediário financeiro fraciona os votos cujo exercício lhe cabe por conta de terceiros, esta via abre a porta a uma participação direta do investidor no processo deliberativo da sociedade cotada, mitigando as dificuldades procedimentais (mas com inequívoco impacto jurídico) suscitadas pelo exercício do direito de voto *através* do intermediário financeiro.

Que dizer acerca da admissibilidade desta solução à luz do direito vigente? A primeira e óbvia constatação é a de que o regime especial que veio permitir entre nós o fracionamento do voto nas situações de titularidade indireta se ocupou exclusivamente da hipótese em que aquele direito é exercido pelo intermediário financeiro, remetendo-se ao silêncio a respeito desta outra via em que o (potencial) fracionamento resulta antes da atribuição de poderes de representação discricionários aos *beneficial owners* das ações. Contrariando a aludida injunção da Diretiva dos Acionistas (cf. art. 13.º/5), não foi no direito português objeto de consagração expressa a possibilidade de o acionista a título profissional designar parte ou a totalidade dos seus clientes como seus representantes com poderes para participar na assembleia geral e aí votar²⁰⁵⁸.

²⁰⁵⁶ Sobre a configuração da representação como um mandato representativo, cf., por todos, MENEZES CORDEIRO, *SA: Assembleia Geral*, pp. 103 ss.

²⁰⁵⁷ Nas palavras de GÓMEZ-SANCHA, “Indirect Holdings”, p. 52, “*the nominee, i.e. the custodian, nominates the owner as a proxy holder, the world upside down*”.

²⁰⁵⁸ Poder-se-ia sustentar que a possibilidade, atrás descrita, de serem abertas contas temporárias diretamente em nome do investidor final, permitindo dessa forma a sua legitimação para participar na assembleia geral e aí votar, tornava desnecessária — numa lógica de aproveitamento da infraestrutura jurídica preexistente — a consagração de uma regra que expressamente transpusesse para o nosso ordenamento o disposto no art. 13.º/5 da Diretiva dos Direitos dos Acionistas, permitindo (também) a atribuição pelo intermediário financeiro de poderes de representação aos *beneficial owners* das ações de que é titular fiduciário. A verdade é que estas duas vias, atingindo um mesmo resultado, não são totalmente sobrepostas; a abertura daquelas contas temporárias pressupõe um maior peso burocrático e, por regra, a existência de um acordo-quadro entre o acionista profissional e o seu intermediário financeiro membro do sistema centralizado em Portugal, destinado a implementar um processo de alguma complexidade. Já a constituição de representantes pelo intermediário financeiro/fiduciário constitui um processo exclusivamente *interno*, que prescinde da intervenção ou colaboração da entidade que assegura a ligação ao sistema centralizado.

Não creio, porém, que essa possibilidade deva ser sem mais rejeitada, devendo o fundamento normativo para tal ser encontrado numa extensão analógica do regime hoje previsto no art. 23.º-C/6 CdVM, via que, de um prisma metodológico, encontra ainda respaldo no parâmetro da interpretação conforme à Diretiva que inspirou estes regime. Desde logo, importa notar que, embora para fins distintos, a atribuição por um acionista de poderes de representação a mais do que um representante não constitui novidade no direito português, sendo expressamente acolhida essa prerrogativa para as sociedades abertas²⁰⁵⁹. Mas, para justificar a solução proposta, é decisiva a plena identidade material entre a situação em que o intermediário, cumprindo as condições impostas por lei, está presente na assembleia geral e, de acordo com as instruções recebidas, emite votos em sentido divergente, daqueloutra em que, cumprindo formalidades análogas, o intermediário financeiro dá a conhecer ao presidente da mesa da assembleia geral a atribuição de poderes de representação aos *beneficial owners* das ações, em conformidade com as participações de capital respetivas, para que estes possam exercer o direito de voto discricionariamente²⁰⁶⁰. Amparado dogmaticamente numa aplicação analógica do regime previsto no art. 23.º-C/6 CdVM e, por isso, sujeito ao respeito por condições análogas às que aí estão previstas expressamente para o *voto indireto* através do intermediário financeiro, entendo ser admissível à luz do direito vigente este mecanismo alternativo de facilitação do exercício dos direitos de voto inerentes a ações indiretamente detidas, assente na atribuição de poderes de representação pelo intermediário financeiro — e titular fiduciário daqueles valores mobiliários — ao *beneficial owner* das ações ou a terceiro por este indicado²⁰⁶¹.

VIII. O que ficou dito até aqui evidencia outra conclusão, relevante no *ambiente regulatório* em que se movem as sociedades abertas e, de entre estas, em particular as sociedades cotadas: a de que a titularidade indireta de ações constitui um foco

²⁰⁵⁹ Nos termos do art. 23.º CdVM, permite-se que um acionista de uma sociedade aberta nomeie diferentes representantes relativamente às ações detidas em diferentes contas de valores mobiliários.

²⁰⁶⁰ Este *beneficial owner* a quem são atribuídos os poderes de representação pode não ser o cliente direto do intermediário financeiro que é o titular registado das ações, o que sucederá nos casos em que entre este e aquele se situem outros intervenientes na cadeia de intermediação dos valores mobiliários.

²⁰⁶¹ Concretizando, significa isto que o presidente da mesa da assembleia geral não deve rejeitar o processo de legitimação espoletado nestes termos pelo intermediário financeiro, beneficiando da abertura ao fracionamento do direito de voto, desde que, no prazo estabelecido no art. 23.º-C/6 CdVM, o intermediário financeiro lhe comunique que aqueles poderes de representação são conferidos aos *beneficial owners* das ações, que pretendem estar presentes na assembleia geral e aí exercer diretamente o direito de voto, ainda que formalmente em sua representação. Da mesma maneira, não deve ser considerada inválida uma cláusula estatutária que preveja esta modalidade de legitimação.

paradigmático de imputação de direitos de voto ao abrigo do regime traçado pelo art. 20.º CdVM²⁰⁶². A dissociação entre a posição jurídico-formal de acionista e a alocação do respetivo risco de investimento tem como efeito quase certo a projeção de uma *esfera de influência* do investidor final sobre o exercício dos direitos de voto inerentes àquelas ações detidas pelo intermediário financeiro a título fiduciário. Ora, justamente esta suscetibilidade de o exercício de direitos de voto estar sujeito a *influência* — efetiva ou meramente potencial, fáctica ou juridicamente vinculativa — da parte de um sujeito que não é o titular das ações constitui o critério normativo de base em que assenta o catálogo de fundamentos de imputação de direitos de voto acolhido no nosso direito²⁰⁶³, com a finalidade última de assegurar a transparência da composição acionista de sociedades abertas, bem como das

²⁰⁶² De forma coerente com o que ficou anunciado no início da presente secção, este tema da imputação de direitos de voto, vértice central da regulação jurídica dos mercados de capitais, não será aqui tratado em toda a sua extensão. A análise que se segue cinge-se, no essencial, a um particular fundamento normativo de imputação de direitos de voto, cuja aplicação é tipicamente convocada para lidar com situações de titularidade fiduciária de ações. Será por isso privilegiada uma abordagem em profundidade, em detrimento de em extensão. Tudo o que vai de seguida ser dito tem portanto como pano de fundo e pressuposto o tratamento doutrinal que a matéria da imputação de direitos de voto tem recebido entre nós, cuja profundidade é, aliás, assinalável. Para além das recentes monografias de MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, e MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, veja-se o texto central de OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, pp. 161 ss., e, pronunciando-se diretamente sobre a imputação de direitos de voto às sociedades gestoras de patrimónios — incluindo nas situações de titularidade indireta —, o estudo, já citado amplamente, de O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, pp. 151 ss. Ainda sobre o tema: cf. P. CÂMARA, *Manual*, pp. 520 ss.; COSTA E SILVA, “Organismos de Investimento Colectivo e Imputação de Direitos de Voto”, pp. 70 ss., “A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição”, pp. 243 ss., e “Sociedade Aberta, domínio e influência dominante”, pp. 541 ss.; PEREIRA DAS NEVES, “A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários”, pp. 507 ss.; “Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição”, pp. 711 ss.; M. VIÇOSO, “Os acordos de concertação dirigidos ao domínio de sociedades aberta”, pp. 879 ss. Por se tratar de um tema objeto de harmonização no quadro da União Europeia, especificamente pela Diretiva da Transparência e pela Diretiva das OPA, são também inequívocos os subsídios obtidos a partir da análise da literatura internacional. No ordenamento germânico, a matéria da *Zurrechnung von Stimmrechten* é tratada duplamente no *WpGH* e no *WpÜG* — consoante, respetivamente, o regime de imputação se destine à aplicação das regras de transparência ou das atinentes ao dever de lançamento de opa —, sendo objeto de análise aprofundada nos comentários de referência: quanto ao primeiro diploma, cf., por exemplo, *Kölner Kommentar zum WpHG*/VON BÜLOW, §22, pp. 985 ss.; SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §22, pp. 1027 ss.; SCHWARK, *Kapitalmarktsrechts* (§22), pp. 1223 ss.; quanto ao segundo diploma, cf., a título exemplificativo, *Kölner Kommentar zum WpÜG*/VON BÜLOW, §30, pp. 929 ss., e SCHNEIDER, *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, (ASSMAN/PÖTZSCHE/SCHNEIDER), §30, 847 ss.

²⁰⁶³ Sobre a teleologia que subjaz ao regime da imputação de direitos de voto e o critério normativo central em que ele assenta, cf. OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, p. 167, que sintetiza o *sentido e a finalidade* do art. 20.º como sendo o “de imputar ao participante direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável”. PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos relevantes”, p. 712, atribui aos diversos fundamentos de imputação previstos no art. 20.º/1 CdVM a “função prioritária de demarcarem as situações em que se constituem posições de influência, efectiva ou potencial, sobre direitos de voto correspondentes ao capital social de uma qualquer sociedade aberta (...)”. Pronunciando-se sobre o regime alemão, cf., por todos, DEHLINGER/ZIMMERMANN, *WpHG* (FUCHS), §22, p. 982, que identificam como fundamento normativo a ideia de que o sujeito a quem são imputados os direitos de voto pode exercer influência, de facto ou de direito, sobre o exercício dos direitos de voto ou, em alternativa, pode sem mais apropriar-se das ações em questão para exercer ele próprio aqueles direitos de voto.

relações jurídicas (entre sócios, e entre estes e terceiros) que lhe subjazem²⁰⁶⁴. Assim sendo, para terminar, interessa saber em que precisos termos se processa (ou pode processar) a imputação ao *beneficial owner* — ou mesmo a outros intermediários financeiros participantes na cadeia de titularidade — dos direitos de voto inerentes a ações que são por aquele apenas indiretamente detidas²⁰⁶⁵.

IX. É sabido que o art. 20.º CdVM, na linha dos instrumentos que foram os seus precursores no direito europeu²⁰⁶⁶, consagra uma malha intrincada de diferentes fundamentos de imputação, cujo propósito é o de capturar o maior número de situações (jurídicas ou de facto) em que, atenta a finalidade normativa daquele preceito, se justifica a *equivalência funcional* entre o titular de ações — e por isso legalmente capacitado para exercer os direitos de voto — e um terceiro, a quem, para os efeitos relevantes, aqueles direitos de voto são também atribuídos. Precisamente por essa razão, as diversas alíneas do n.º 1 daquela disposição legal não sobrevivem sem algum grau de sobreposição; não raras vezes uma determinada situação jurídica, em resultado do conteúdo da relação contratual

²⁰⁶⁴ Apontando esta natureza instrumental do regime da imputação dos direitos de voto para a aplicação da regras sobre transparência, cf., por todos, OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, pp. 161-162 e P. CÂMARA, *Manual*, pp. 520-521. O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, p. 175, qualifica o art. 20.º CdVM como “uma norma de imputação, chamada à colação por outras normas jurídicas, (...) pelos arts. 187.º/1 e 16.º/2 do CVM”. Na doutrina germânica, por todos, DEHLINGER/ZIMMERMANN, *WpHG (FUCHS)*, §22, pp. 982 ss. Entre nós, parte significativa da doutrina entende, com razão, ser justificada uma aplicação diferenciada do regime plasmado no art. 20.º CdVM consoante ele se destine a fundar um dever de comunicação de participação qualificada — aquela que é a sua função principal — ou, ao invés, um dever de lançamento de opa, devendo neste segundo caso, atentas as suas consequências mais gravosas, a verificação em concreto de um fundamento de imputação ultrapassar um escrutínio mais exigente, que não pode prescindir da verificação de efetiva influência sobre a sociedade participada. Vão neste sentido as posições de MOREDO SANTOS, *Transparência*, pp. 493 ss., de COSTA E SILVA, “Organismos de Investimento Colectivo e Imputação de Direitos de Voto”, pp. 70 ss., “A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição”, pp. 243 ss., e “Sociedade Aberta, domínio e influência dominante”, pp. 541 ss., e PEREIRA DAS NEVES, “A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto”, pp. 507 ss., e “Delimitação dos votos relevantes”, pp. 711 ss.

²⁰⁶⁵ Questão inversa prende-se com a própria imputação dos direitos de voto ao intermediário financeiro; a circunstância de, no caso concreto, o investidor poder manter, por via contratual, controlo total sobre o modo como são exercidos os direitos de voto — hipótese comum no tráfego mobiliário —, pode legitimar, pelo menos em tese, a pretensão do intermediário financeiro de ver *neutralizada* a imputação direta daqueles direitos de voto, a fim de, por exemplo, evitar a ultrapassagem de uma das fasquias geradoras do dever de divulgação de participação qualificada (cf. art. 16.º CdVM). Interessa saber se e em que condições o quadro normativo vigente habilita um tal efeito, não obstante a titularidade das ações que titulam os direitos de voto em questão. No âmbito do regime do contrato de gestão de carteiras, esta hipótese foi analisada por O. GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras”, pp. 151 ss. Sobre a imputação de direitos de voto ao fiduciário, cf. FLEISCHER/BEDKOWSKI, “Stimmrechtszurechnung zum Treuhänder gemäß”, pp. 933 ss.

²⁰⁶⁶ Sobre a evolução da legislação comunitária sobre a imputação de direitos de voto, atualmente ancorada na Diretiva da Transparência e na Diretiva sobre OPAs, cf. P. CÂMARA, *Manual*, pp. 522 ss.; na literatura internacional, cf. N. MOLONEY, *EC Regulation*, pp. 194 ss.

que lhe serve de base, pode ser subsumida a mais do que um dos fundamentos de imputação²⁰⁶⁷.

As cadeias de titularidade indireta de ações constituem um bom exemplo deste fenómeno: dependendo da estrutura e conteúdo da relação contratual estabelecida entre os diversos intervenientes na cadeia, mas sobretudo entre o intermediário financeiro/fiduciário e o investidor final/fiduciante, podem em concreto verificar-se mais do que um dos fundamentos de imputação de direitos de voto previstos no art. 20.º/1 CdVM. A circunstância de, em conformidade com a natureza fiduciária da relação contratual estipulada com o intermediário financeiro, caber ao investidor um direito à aquisição das ações em causa ou, pelo menos, o poder jurídico de potestativamente determinar a transmissão das mesmas para a sua esfera ou para a de terceiro²⁰⁶⁸ pode, por si só, ser suficiente para justificar a imputação dos direitos de voto àquele investidor final, com fundamento na al. e) do n.º 1 do art. 20.º CdVM²⁰⁶⁹. Da mesma maneira, é comum a regulação contratual do modo como, nestas hipóteses de titularidade indireta, são exercidos os direitos de voto, sendo consagrada a possibilidade de o investidor (ou um outro intermediário financeiro atuando no seu interesse) emitir livremente instruções de voto ao *acionista fiduciário*, possibilidade aliás potenciada pelas recentes alterações legislativas que vieram permitir o voto divergente. Ora, também esta atribuição de *poderes discricionários para o exercício dos direitos de voto* pode constituir um fundamento autónomo para a sua imputação ao investidor final, agora ao abrigo da al. g) do art. 20.º/1 CdVM²⁰⁷⁰.

Nem sempre, porém, estas vias de imputação de direitos de voto poderão ser percorridas com segurança nas cadeias de intermediação de ações. Não poucas vezes os contratos entre intermediários financeiros e investidores são silenciosos quanto ao

²⁰⁶⁷ Por exemplo, MOREDO SANTOS, *Transparência*, pp. 391 ss.

²⁰⁶⁸ Recorde-se, de resto, que esta obrigação de (re)transmissão das ações que impende sobre o intermediário financeiro encontra o seu fundamento não apenas no contrato, mas também na lei, especificamente no âmbito do regime do mandato sem representação (cf, art. 1181.º).

²⁰⁶⁹ A imputação dos direitos de voto nestes termos pode dar-se, alternativa ou cumulativamente, a um intermediário financeiro que ocupe um local intermédio na cadeia e que, atuando embora por conta do *beneficial owner*, disponha também de tais prerrogativas; tal será comum quando, por exemplo, participem naquela cadeia de intermediação os chamados *Global Custodians*.

²⁰⁷⁰ Como se viu, ao abrigo do arranjo contratual em vigor com o intermediário financeiro, o investidor ou exercerá aqueles direitos de voto diretamente (através da aquisição *ad hoc* e temporária da posição formal de acionista, ou alternativamente na qualidade de representante do intermediário financeiro, seguindo aqueles procedimentos que foram atrás descritos), ou instruirá o intermediário financeiro/fiduciário no sentido em que este deverá atuar. Em qualquer dos casos, estando algum destes procedimentos previstos no programa contratual em que assenta a custódia (e eventual gestão) fiduciária, os direitos de voto serão por princípio imputáveis ao investidor nos termos da citada al. g) do art. 20.º/1 CdVM.

exercício dos direitos de voto, não sendo inequívoca a previsão de um direito contratual de emitir instruções a respeito da participação em assembleia geral da sociedade emitente e do sentido dos votos aí emitidos. O mesmo sucede com a própria transmissão para o investidor, e por iniciativa deste, dos valores mobiliários em questão, que pode não estar expressamente consagrado²⁰⁷¹. Mas é sobretudo naqueles casos, não pouco frequentes, em que a cadeia de intermediação assenta na sobreposição de múltiplos intermediários que a verificação destes fundamentos de imputação será virtualmente impossível; porque neles inexistente uma relação direta entre o intermediário financeiro titular fiduciário das ações e o investidor final, inexistirá também, por definição, um vínculo jurídico que constitua fundamento bastante para a imputação dos direitos de voto²⁰⁷². Na impossibilidade de, no caso concreto, demonstrar com sucesso a verificação daqueles fundamentos de imputação previstos nas alíneas e) e g) do art. 20.º/1 CdVM, resta o recurso à *atuação por conta*, acolhida como fundamento autónomo na al. a) do mesmo preceito. Aliás, sendo este o fundamento de imputação tipicamente associado às situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários²⁰⁷³, ele não assume sequer uma função residual, constituindo antes a sede natural para enquadrar os casos de titularidade indireta de ações²⁰⁷⁴.

²⁰⁷¹ Lembre-se que, para o fundamento de imputação previsto na al. e) do art. 20.º/1 CdVM funcionar, é imperativa a existência de um acordo que, mesmo não reduzido a escrito, atribua ao terceiro um direito potestativo de aquisição das ações, que não esteja sequer sujeito a condição suspensiva (cf. OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, pp. 188-189; MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, pp. 209 ss.). No direito alemão, ZETZSCHE, “Hidden Ownership in Europe”, p. 127.

²⁰⁷² Concretizando, nestes casos inexistente um acordo vinculativo entre aquele intermediário financeiro e o *beneficial owner* apto a conferir a este o direito de, sem mais, adquirir aquelas ações (no limite, até chegarem ao investidor final, ter-se-ia que proceder a tantas transmissões quantas os intermediários financeiros intervenientes na cadeia), pelo que a verificação do fundamento previsto no art. 20.º/1-e) CdVM é, no mínimo, duvidosa. Da mesma forma, a interposição de múltiplos intermediários na cadeia de titularidade impede que se possa concluir que o titular das ações conferiu ao seu beneficiário económico *poderes discricionários para o exercício dos direitos de voto*.

²⁰⁷³ Cf., entre nós, OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, p. 171; MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, pp. 104 ss. (especialmente, p. 113, nota 119); no direito alemão, DEHLINGER/ZIMMERMANN, *WpHG (FUCHS)*, §22, pp. 1008-1009; SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz (ASSMAN/SCHNEIDER)*, §22, p. 1045; *Kölner Kommentar zum WpÜG/VON BÜLOW*, §30, p. 966; *Kölner Kommentar zum WpHG/VON BÜLOW*, §22, p. 1014 refere-se às situações de titularidade fiduciária de ações como “*casos clássicos de atuação por conta*”.

²⁰⁷⁴ OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, p. 172, aponta o exemplo dos programas de *depository receipts* como exemplo de atuação por conta da parte da instituição depositária, de que resultará a imputação, ao abrigo do art. 20.º/1-a) CdVM, dos direitos de voto inerentes às ações depositadas aos titulares dos *depository receipts*.

X. A noção de *atuação por conta* (ou de *titularidade por conta*) é amplamente utilizada no ordenamento²⁰⁷⁵. Nas suas mais diversas aplicações, ela implica uma equiparação, para os efeitos em cada caso relevantes, entre o titular tendencialmente pleno e exclusivo de um direito patrimonial e um terceiro, equiparação esta fundada no reconhecimento a este de uma posição jurídica *funcional e materialmente equivalente* à daquele efetivo titular²⁰⁷⁶. Num esforço de síntese — e assumindo o risco de excessiva simplificação —, o recurso a esta noção de *atuação por conta* destina-se, quase sempre, a dar relevância jurídica a situações de interposição de pessoa²⁰⁷⁷ caracterizadas pela cisão entre *alocação jurídica e alocação económica* de um bem; quando associada à titularidade de ações, noção de atuação em nome próprio mas por conta de outrem tem subjacente a intenção de apreender o *verdadeiro titular económico-fático da participação societária*, que, para os devidos efeitos, é equiparado ao acionista²⁰⁷⁸.

Estas considerações, que revelam bem uma aproximação à categoria dogmática do negócio fiduciário de gestão²⁰⁷⁹, constituem necessariamente o ponto de partida para a definição do conteúdo normativo da noção de *atuação por conta* usada no art. 20.º/1-a) CdVM. Pretende-se aí, num primeiro plano, captar aquelas hipóteses de interposição fiduciária marcadas pela dissociação entre a titularidade jurídica das ações²⁰⁸⁰ e a alocação do correspondente risco de investimento²⁰⁸¹. Tal sucederá quando — no quadro de um

²⁰⁷⁵ Cf. o caso paradigmático do art. 483.º/2 CdSC; também, arts. 316.º/2 e 325.º-A/2 CdSC, sobre aquisição de ações próprias, e art. 447.º/2 CdSC, sobre publicidade de participações sociais.

²⁰⁷⁶ Na realidade, não se ignora que na dogmática civilista a noção de atuação por conta engloba igualmente a prática de atos jurídicos na prossecução de um interesse alheio mas ao abrigo de poderes de representação (v.g. o mandato com representação), ou mesmo ao abrigo de habilitação legal (v.g. notário). Não são estas as hipóteses que aqui interessa destacar, mas sim aquelas em que um sujeito surge investido na titularidade de um direito pleno e exclusivo, que deve porém ser exercido no interesse de um terceiro.

²⁰⁷⁷ Cf., por todos, PESSOA JORGE, *O mandato sem representação*, pp. 162 ss.

²⁰⁷⁸ Cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, p. 349, que, de resto, confirmando a sua proximidade do fenómeno fiduciário, associa a *atuação por conta* à figura jurídica do mandato sem representação.

²⁰⁷⁹ Cf. §2.º.

²⁰⁸⁰ A recondução de uma situação concreta à al. a) do art. 20.º/1 CdVM pressupõe que um sujeito surja, como tipicamente sucede na fidúcia romanística, como efetivo titular das ações e não, portanto, como mero representante ou simplesmente legitimado a exercer qualquer tipo de poder sobre tais valores mobiliários; neste sentido, associando a atuação por conta ao fenómeno da interposição de pessoa, MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, pp. 102 ss.; no direito alemão, cf. *Kölner Kommentar zum WpHG*/VON BÜLOW, §22, pp. 1011 ss.; SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §22, p. 1044. DEHLINGER/ZIMMERMANN, *WpHG* (FUCHS), §22, pp. 1005 ss., notam que os casos em que o fiduciário atua ao abrigo de poderes de representação não são capturados pela cláusula geral da atuação por conta, resultando aí a imputação dos direitos de voto ao *Treugeber* diretamente da circunstância de a ele permanecer reconhecida a efetiva titularidade dos valores mobiliários.

²⁰⁸¹ Neste sentido, na literatura jurídica portuguesa e interpretando a noção de titularidade por conta para efeitos da imputação de direitos de voto, Osório DE CASTRO, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos

programa contratual de natureza vinculativa — as vantagens económicas associadas às ações devam ser repercutidas na esfera de um sujeito que não é o seu titular²⁰⁸², que suporta também as eventuais perdas²⁰⁸³. Para efeitos do regime da imputação de direitos de voto, será *titular por conta* aquele que, mesmo atuando de forma onerosa²⁰⁸⁴, seja titular de ações sem que estas (e os seus eventuais frutos) constituam para si um verdadeiro acréscimo patrimonial, uma vez que aquela posição de acionista vem gravada de uma obrigação contratual de fazer repercutir predominantemente na esfera de um terceiro o respetivo conteúdo económico, positivo e negativo²⁰⁸⁵.

Quando usada como fundamento para a imputação de direitos de voto, porém, a noção de atuação por conta prevista na al. a) do art. 20.º/1 CdVM é necessariamente influenciada pela particular finalidade normativa que subjaz ao regime da imputação de

Valores Mobiliários”, p. 171; MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, pp. 102 ss.; na doutrina germânica, *Kölner Kommentar zum WpHG/VON BÜLOW*, §22, p. 1011; *Kölner Kommentar zum WpÜG/VON BÜLOW*, §30, p. 965; SCHWARK, *Kapitalmarktsrechts* (§22), p. 1225.

²⁰⁸² O que sucederá não apenas quando o titular das ações se encontre vinculado a transferir para um terceiro os rendimentos obtidos com as ações (*maxime*, os dividendos ou as mais valias obtidas com a respetiva alienação), mas também quando aquele titular deva repercutir na esfera desse terceiro os efeitos do exercício de outros direitos inerentes àqueles valores mobiliários (v.g. direitos de subscrição de capital); neste sentido, por exemplo, *Kölner Kommentar zum WpÜG/VON BÜLOW*, §30, p. 964; SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §22, p. 1045).

²⁰⁸³ Na literatura germânica, fala-se para ilustrar esta alocação do conteúdo económico das ações, respetivamente, da *Kurschance* (i.e. a valorização da cotação de mercado das ações) e do *Kursrisiko* (i.e. a depreciação daquela cotação de mercado) — cf., por todos, *Kölner Kommentar zum WpHG/VON BÜLOW*, §22, p. 1012 e *Kölner Kommentar zum WpÜG/VON BÜLOW*, §30, p. 964; SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §22, p. 1044.

²⁰⁸⁴ Tal não implica, como é reconhecido na literatura, uma alocação exclusiva ao terceiro (fiduciante) dos benefícios económicos resultantes de um determinado bem — no caso, valores mobiliários —, que podem, por variados motivos, ser parcialmente partilhados com o próprio fiduciário (neste sentido, no direito alemão, SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §22, pp. 1045-1046). Em particular, não sai prejudicada a dissociação entre titularidade das ações e alocação do respetivo conteúdo económico a um terceiro a circunstância de este pagar uma remuneração ao titular das ações, mesmo que esta remuneração se encontre associada precisamente aos proveitos emergentes da atuação gestória; isto principalmente quando a imputação das perdas permanece exclusivamente naquele beneficiário. Neste sentido, na literatura alemã, cf. *Kölner Kommentar zum WpHG/VON BÜLOW*, §22, p. 1012; BÜLOW, *Kölner Kommentar zum WpÜG*, §30, p. 819. Sobre o tema, cf. MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, pp. 120 ss.

²⁰⁸⁵ Como se adivinha, nem sempre esta dissociação é imediatamente perceptível da relação contratual estabelecida entre o titular das ações e o *participante*; na generalidade dos casos, aliás, é necessária uma cuidada interpretação do quadro contratual de onde emerge a relação jurídica em causa, a fim de compreender a materialidade económica que lhe subjaz e, em particular, o modo como são imputados os fluxos financeiros decorrentes das ações, bem como os ganhos ou perdas associados à sua valorização ou depreciação. Auxiliares dessa tarefa podem ser alguns indícios que, não funcionando como critérios autónomos, suficientes ou sequer necessários para a recondução de uma situação concreta à categoria da *titularidade por conta*, ajudam a identificar aquela alocação do conteúdo económico da posição de acionistas. A este respeito, interessa olhar, designadamente, para quem “(...) paga os juros do financiamento para a aquisição da participação, recebe os lucros distribuídos, sofre um prejuízo se o preço de mercado das ações se depreciar ou, no inverso, auferir uma mais-valia se os títulos forem objecto de uma apreciação significativa” (cf. MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, p. 113).

direitos de voto, não se bastando com a verificação daquela dissociação entre *titularidade jurídica* e *alocação fáctico-económica* de uma participação social²⁰⁸⁶. Ao invés, a recondução de um caso concreto à cláusula da atuação por conta prevista no art. 20.º/1-a) CdVM pressupõe a sujeição a um duplo teste²⁰⁸⁷: para além da alocação do conteúdo económico das ações a um sujeito que não é o seu titular (*i.e.*, ao fiduciante), é necessária a atribuição a este de uma verdadeira esfera de influência sobre o exercício dos direitos de voto correspondentes; só aí se concretiza a teleologia em que assenta o regime do art. 20.º CdVM²⁰⁸⁸. A este respeito, é reconhecido na literatura bastar a possibilidade fáctica de exercício de influência²⁰⁸⁹, o que dispensa a existência de um acordo vinculativo relativo ao exercício dos direitos de voto²⁰⁹⁰, ou sequer a sujeição — formal ou informal —, do titular das ações a uma esfera de influência da parte do beneficiário efetivo²⁰⁹¹. Assim sendo, não haverá atuação por conta para efeitos desta al. a) do art. 20.º/1 quando, independentemente de uma alocação (integral ou parcial) do resultado económico associado a um conjunto de ações a um sujeito que não é seu titular formal, a este não possa ser reconhecida uma verdadeira esfera de influência, *efetiva ou meramente provável*²⁰⁹², no sentido em que foram

²⁰⁸⁶ No ordenamento germânico, é amplamente aceite que, no âmbito do regime da imputação de direitos de voto, a noção de *atuação por conta* deve ser objeto de uma verdadeira *redução teleológica*, destinada a fazer corresponder o respetivo conteúdo com a teleologia normativa subjacente àquele regime de direito mobiliário, seja para impor a divulgação pública de uma participação social, seja para fundar um dever de lançamento de opa obrigatória (neste sentido, por exemplo NOACK/ZETSCHKE, “Verdecker Positionsaufbau in börsennotierten Aktiengesellschaften”, p. 575).

²⁰⁸⁷ No direito alemão, *Kölner Kommentar zum WpHG/VON BÜLOW*, §22, p. 1012; DEHLINGER/ZIMMERMANN, *WpHG (FUCHS)*, §22, p. 1007; *Kölner Kommentar zum WpÜG/VON BÜLOW*, §30, pp. 964-965; *WpÜG* §30, Rn. 54; DEHLINGER/ZIMMERMANN, *WpHG (FUCHS)*, §22, p. 1007. Entre nós, MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, p. 118.

²⁰⁸⁸ É certo, de qualquer modo, que estes dois elementos andarão tendencialmente associados, constituindo aquela dissociação entre titularidade formal e alocação do resultado económico um indício da *possibilidade fáctica* de influenciar o exercício de direitos de voto (cf. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §22, 1045).

²⁰⁸⁹ Cf. OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, p. 171; *Kölner Kommentar zum WpÜG/VON BÜLOW*, §30, p. 966. Aparentemente contra, porém, MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, p. 118, para quem “a mera possibilidade de influenciar, de facto, o exercício dos direitos de voto não [é] suficiente para dar como preenchida a alínea a) do n.º 1 do artigo 20.º do CVM”.

²⁰⁹⁰ OPITZ, *Kapitalmarktgesetze* (SCHÄFER/HAMANN), §22 WpHG, pp. 27-28.

²⁰⁹¹ *Kölner Kommentar zum WpHG/VON BÜLOW*, §22, p. 1000. É com base na aplicação deste duplo teste que alguns autores concluem que o ordenamento da União Europeia impõe já, ao abrigo da cláusula geral da al. g) da Diretiva da Transparência, a imputação de direitos de voto nos fenómenos de *hidden ownership* (cf. ZETSCHKE, “Hidden Ownership in Europe”, p. 134). Sobre os antecedentes da norma vertida no art. 20.º/1-a) CdVM, cf. MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, pp. 102 ss.

²⁰⁹² *I.e.*, “*tatsächlich oder vermutlich*”, *Kölner Kommentar zum WpÜG/VON BÜLOW*, §30, p. 965.

ou serão exercidos os direitos de voto²⁰⁹³. Inversamente, existirá já atuação por conta para efeitos do art. 20.º/1/a) CdVM quando o titular das ações não puder, de forma livre, exercer os direitos de voto segundo os seus interesses idiossincráticos, mas antes se encontrar, de direito ou de facto, condicionado pela promoção dos interesses de um terceiro²⁰⁹⁴.

XII. A partir destas coordenadas, pode com segurança concluir-se que as situações de titularidade indireta de ações atrás descritas — tanto aquelas assentes numa relação de custódia fiduciária, como aquelas, de natureza mais dinâmica, que envolvem já a gestão pelo intermediário financeiro de carteiras de investimento dos seus clientes²⁰⁹⁵ — implicam a imputação dos direitos de voto ao investidor final. Isso será assim, seguramente, naquelas situações de titularidade indireta que envolvam apenas dois patamares, em que o intermediário financeiro/fiduciário atua diretamente por conta do investidor final/fiduciante. Mesmo quando do programa contratual estipulado entre fiduciário e fiduciante não resulte o poder de este exigir daquele a retransmissão das ações para a sua esfera (ou para a de terceiro por ele indicado), ou em alternativa a atribuição àquele investidor de poderes discricionários para determinar o modo como são exercidos os direitos de voto, a cláusula da *atuação por conta* constituirá, por regra, fundamento suficiente — e adequado — para atingir este resultado²⁰⁹⁶. Exceto quando, no caso concreto, seja claro que o investidor não pode exercer influência sobre os direitos de voto, tendo abdicado desse poder a favor do intermediário financeiro ou de terceiro²⁰⁹⁷, a imputação daqueles direitos constituirá um efeito jurídico incontornável, atenta a natureza fiduciária daquela relação contratual e a obrigação a que se encontra vinculado o intermediário financeiro de prosseguir o interesse patrimonial do investidor. Esta conclusão permanece válida mesmo quando aquele intermediário financeiro atua por conta de mais do que um

²⁰⁹³ Cf. NOACK/ZETSCHKE, “Verdecker Positionsaufbau in börsennotierten Aktiengesellschaften”, p. 575; PETERSEN/WILLE, “Zulässigkeit eines Squeeze-out und Stimmrechtszurechnung bei Wertpapier”, pp. 858 ss.

²⁰⁹⁴ Cf. DEHLINGER/ZIMMERMANN, *WpHG (Fuchs)*, §22, p. 1007.

²⁰⁹⁵ Cf. §9.2.

²⁰⁹⁶ Em sentido próximo, na doutrina alemã, cf. P. RULF, *Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG*, pp. 126-127; C. VEDDER, *Zum Begriff ‘für Rechnung’ im AktG und WpHG*, pp. 16 ss.

²⁰⁹⁷ Por exemplo, o investidor final numa cadeia de intermediação pode, nos termos que atrás ficaram expostos, ter constituído uma garantia sobre a posição derivada de que é titular (mesmo que não tenha sido constituída qualquer garantia sobre as ações propriamente ditas); num cenário como este, aquele investidor pode simplesmente ter abdicado de influenciar o modo como são exercidos os direitos de voto inerentes às ações que constituem o ativo subjacente daquela sua posição derivada (empenhada ou alienada em garantia), caso em que o recurso à cláusula da atuação por conta prevista no art. 20.º/1-a CdVM não permitirá a imputação dos direitos de voto àquele investidor.

investidor e quando na base da cadeia de titularidade está uma conta *omnibus*; nestes casos, a imputação será por regra proporcional à *posição derivada* de que cada um daqueles investidores é titular perante o intermediário financeiro, sendo atribuídos os direitos de voto correspondentes às ações de que o investidor é titular indireto²⁰⁹⁸.

Justifica-se maior prudência naquelas hipóteses em que a cadeia de intermediação se desdobra em sucessivas camadas, que envolvem a intervenção de diversos intermediários financeiros e em que, portanto, inexistente uma relação direta entre o intermediário financeiro titular das ações e aquele que é o *beneficial owner* destas. Desde logo, porque a conclusão pela imputação dos direitos de voto dependerá sempre da possibilidade de ser reconhecida ao investidor final uma efetiva esfera de influência, ainda que meramente fáctica e potencial, sobre o exercício dos direitos de voto em causa²⁰⁹⁹. Tendencialmente, isso sucederá quando a cadeia de intermediação é constituída por sucessivas relações de tipo fiduciário e de conteúdo idêntico²¹⁰⁰, que repercutem ao longo dos diversos patamares, e até àquele investidor final, as prerrogativas relacionadas com o exercício dos direitos de voto²¹⁰¹. Nestes casos, é não apenas assegurada a repercussão do risco de investimento na esfera do *ultimate investor*, mas também sucessivamente transmitida a prerrogativa de — com maior ou menos dificuldade operacional — determinar o sentido do voto²¹⁰². Já se, fruto da sucessiva sobreposição de camadas de intermediação, a possibilidade de influência sobre o exercício dos direitos de voto ficar retida num intermediário financeiro participante na cadeia, aqueles votos serão necessariamente imputados a este, mesmo que ele atue *formalmente* em prossecução de um interesse de outrem²¹⁰³.

²⁰⁹⁸ Cf. SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §22, p. 1047; *Kölner Kommentar zum WpHG/VON BÜLOW*, §22, pp. 1015-1016. Sobre estes casos, veja-se também o tratamento detalhado oferecido por P. RULF, *Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG*, pp. 128-129. O autor assinala, bem, que só assim não será quando o exercício dos direitos de voto se encontre sujeito a uma acordo entre os diversos investidores/fiduciários — hipótese pouco comum nas cadeias de titularidade indireta de ações cotadas com recurso a práticas de *pooling*, mas ainda assim não improvável em certos contextos particulares —, caso em que se imporá a imputação de todos os direitos de voto a todos aqueles investidores.

²⁰⁹⁹ Cf. OPITZ, *Kapitalmarktgesetze* (SCHÄFER/HAMANN), §22 WpHG, pp. 28 ss.; P. RULF, *Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG*, pp. 127-128.

²¹⁰⁰ Neste sentido, OPITZ, *Kapitalmarktgesetze* (SCHÄFER/HAMANN), §22 WpHG, pp. 27-28.

²¹⁰¹ *Maxime*, o direito de emitir instruções previstas no art. 23.º-C/6 CdVM. Quando seja este o caso, entende a generalidade da doutrina alemã não ser por norma justificada a imputação dos direitos de voto aos intermediários financeiros intermédios que asseguram a ligação entre o *first tier intermediary* e o *beneficial owner* (cf., por todos, SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz* (ASSMAN/SCHNEIDER), §22, p. 1047).

²¹⁰² P. RULF, *Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG*, pp. 128.

²¹⁰³ Cf. *Kölner Kommentar zum WpHG/VON BÜLOW*, §22, p. 1015.

E que dizer acerca da imputação dos direitos de voto ao próprio intermediário financeiro situado na base da cadeia de investimento? Atuando como titular, ainda que fiduciário, das ações em questão, os direitos de voto ser-lhe-ão por princípio diretamente imputados (cf. proêmio do art. 20.º/1 CdVM). A circunstância de aqueles valores mobiliários serem detidos em nome próprio mas por conta de terceiros, seus clientes, não afasta de imediato a imputação dos direitos de voto²¹⁰⁴. Tal não significa que, para aqueles casos em que o programa contratual veda em absoluto ao intermediário financeiro o exercício dos direitos de voto, ou pelo menos o condiciona sempre à prévia manifestação de vontade do investidor final (ou de um outro intermediário financeiro que atue por sua conta), o intermediário financeiro não possa, junto da CMVM, procurar afastar aquele efeito de imputação. Ficou atrás demonstrado, com argumentação que não interessa aqui repetir, que as situações de titularidade indireta de valores mobiliários não permitem, como regra, a elisão da presunção de titularidade ao abrigo do art. 74.º/3 CdVM, ou sequer que os casos de titularidade fiduciária de valores mobiliários constituam as situações relativamente às quais esta disposição legal se pretende tipicamente aplicar. Em especial, ficou assente não ser possível *anular* o efeito atributivo da titularidade de ações decorrente da inscrição das mesmas em conta de registo individualizado aberta em nome do intermediário financeiro, oferecendo como fundamento o desdobramento dessa carteira nas sucessivas contas internas mantidas pelo intermediário financeiro e que refletem a posição de investimento dos seus clientes²¹⁰⁵. Não deve ser porém vedado recorrer àquela disposição para impedir a imputação de direitos de voto ao intermediário financeiro/fiduciário, naqueles casos em que este não tenha qualquer possibilidade (jurídica ou fáctica) de influenciar o seu exercício. A partir de uma redução teleológica do art. 74.º/3 CdVM, pode este preceito permitir, para as situações de titularidade indireta de ações (e, mais genericamente, para as situações de titularidade fiduciária) não uma elisão da presunção de titularidade — rejeitando-se, por isso, uma pura e simples reconversão da posição jurídica em que se encontram investidos fiduciante e fiduciário —, mas antes a desconsideração de alguns efeitos decorrentes dessa

²¹⁰⁴ Mesmo tendo-se concluído pela imputação dos mesmos direitos de voto — ao abrigo do art. 20.º/1-a) — ao sujeito por conta de quem o intermediário financeiro atua. Neste sentido, no direito alemão, *Kölner Kommentar zum WpÜG*/VON BÜLOW, §30, p. 968, que nota existir, nestes casos, uma dupla imputação dos direitos de voto, num resultado que, porém, respeita claramente a teleologia normativa; entre nós, cf. OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, p. 168, referindo-se embora à imputação dupla a proprietário e usufrutuário das ações.

²¹⁰⁵ Cf. §9.3.

titularidade, precisamente os relacionados com *o cumprimento de deveres de informação, de publicidade ou de lançamento de oferta pública*.

XIII. Voltando ao ponto de partida, interessa terminar repetindo que, como sucede a respeito do exercício dos direitos de voto inerentes a ações indiretamente detidas, também o regime de imputação aplicável nestas hipóteses se reconduz a uma discussão mais ampla — e, na realidade, bem mais complexa — em torno do *regime de transparência* aplicável às hipóteses de dissociação entre a posição jurídica de acionista e alocação do resultado económico subjacente²¹⁰⁶. No cerne da discussão está a identificação do critério normativo gerador do dever de divulgação da *titularidade oculta* (*hidden ownership*²¹⁰⁷) de valores mobiliários, em especial naqueles casos em que o substrato jurídico da relação (potencialmente) fiduciária assenta em instrumentos por regra utilizados para outros fins, cujo conteúdo característico não regula matérias fundamentais — *maxime*, o exercício de direitos de voto — e que, muitas vezes, não envolvem sequer liquidação física, podendo, pelo menos à superfície, prescindir da própria titularidade das ações²¹⁰⁸. Assim sucede, em concreto, com o recurso a certos instrumentos derivados (*v.g. equity swaps*), mesmo os puramente sintéticos, cuja aptidão para romper a imputação subjetiva do *controlo* e do *risco económico* associado a uma carteira de ações está na génese de um debate aceso e ainda em curso noutros ordenamentos, que teve quase sempre como catalisador casos concretos do mercado mobiliário²¹⁰⁹.

²¹⁰⁶ Na literatura recente, cf. FERRARINI, “Equity Derivatives and Transparency”, pp. 1803 ss.; M. SCHOUTEN, “The Case for Mandatory Ownership Disclosure”, pp. 127 ss.

²¹⁰⁷ Cf. HU/BLACK, “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, pp. 625 ss.

²¹⁰⁸ Alguns destes mecanismos contratuais foram sumariamente descritos atrás, precisamente com o intuito de assinalar a sua vocação (funcional e estrutural) para servir de base atribuições fiduciárias de valores mobiliários a intermediários financeiros, na prossecução (predominante) do interesse de clientes (cf. §9.2.1, com inúmeras referências bibliográficas).

²¹⁰⁹ No ordenamento germânico, o caso paradigmático foi a tentativa da tomada de controlo da Continental AG pelo grupo Schaeffler, em que o lançamento de uma opa foi precedido pela aquisição, ao abrigo de uma teia de *cash settled equity swaps*, de uma exposição económica correspondente a 36% do capital social da sociedade visada; atenta a natureza puramente financeira daqueles arranjos contratuais entre o oferente e os intermediários financeiros envolvidos, a BAFIN conclui não estar verificado qualquer fundamento para imputação dos direitos de voto inerentes às ações (supostamente) adquiridas por aqueles intermediários financeiros para cobrir o risco inerente à operação, não configurando esta uma situação de *atuação por conta*. O caso despertou enorme atenção na doutrina germânica, que se encontra dividida sobre o regime de imputação a que devem estar sujeitos estes instrumentos sintéticos. Com uma análise detalhada do caso, cf., por exemplo, BAUMS/SAUTER, “Anschleichen an Übernameziele mit Hilfe von Aktienderivaten”, p. 454 ss.; e FLEISCHER/SCHMOLKE, “Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz nach §§21 ff. WpHG und Hidden

À luz dos critérios enunciados para interpretar a noção de *atuação por conta*, e concretizando neste quadro normativo uma ideia que deixei atrás sugerida²¹¹⁰, deve porém entender-se, como postulado de base, que a idoneidade destes instrumentos para *desmembrar* a titularidade de valores mobiliários, separando a legitimidade para o exercício dos direitos do respetivo conteúdo económico, não basta para simplesmente inferir uma situação de titularidade fiduciária. A recondução àquela cláusula geral do art. 20.º/1/a) CdVM de uma situação concreta assente em instrumentos derivados — como também assente num contrato de reporte ou de empréstimo de valores mobiliários — exige, na verdade, a projeção de uma *esfera de influência* (mesmo que apenas fáctica e/ou potencial) do beneficiário económico no exercício dos direitos de voto de que o intermediário financeiro é titular, que não poderá ser sem mais assumida apenas a partir da peculiar *economia* destes arranjos contratuais²¹¹¹. Aquele *duplo teste* de que depende a verificação de uma atuação fiduciária relevante para efeitos da imputação de direitos de voto exigirá, por isso mesmo, a identificação ou de outros acordos paralelos, estranhos ao conteúdo típico do modelo contratual adotado e relacionados, designadamente, com a (re)transmissão das ações, a sua indisponibilidade no decurso da operação ou o exercício de direitos inerentes, ou em alternativa a identificação de outros elementos circunstanciais que tornem inequívoca a prossecução, pelo intermediário financeiro e titular das ações, de um interesse do seu cliente, para tal não bastando a referência a relações de facto circunstanciais, existentes ou presumidas. Ao lado dos casos de titularidade indireta de valores mobiliários, este é outro bom exemplo dos desafios colocados aos juristas pelos desenvolvimentos provenientes da chamada *engenharia financeira*, que todavia apontam interessantes percursos de investigação e de aprofundamento dogmático do quadro normativo da imputação de direitos de voto, a que a doutrina portuguesa não deverá estar indiferente.

Ownership”, p. 1501 ss.; ZETZSCHE, “Hidden Ownership in Europe”, p. 115 ss. Para uma descrição de outros casos que colocaram os mesmos problemas, cf. FERRARINI, “Equity Derivatives and Transparency”, pp. 1807 ss.

²¹¹⁰ Cf. §9.2.1.

²¹¹¹ Cf. NOACK/ZETZSCHE, “Verdeckter Positionsaufbau”, pp. 576 ss.

CONCLUSÕES

I. Nesta dissertação, estudei o negócio fiduciário de gestão e a oponibilidade das posições jurídicas dele resultantes a certas categorias de terceiros: a credores gerais do fiduciário e a terceiros adquirentes de pretensões sobre o bem da fidúcia incompatíveis com a do fiduciante. Como enquadramento, procurei na Introdução e no primeiro capítulo delimitar em traços precisos o âmbito do estudo, oferecendo uma descrição preliminar daquela figura negocial e identificando os principais problemas jurídicos associados à esfera externa da relação fiduciária. Daí resultaram as seguintes conclusões principais:

I.1 O negócio fiduciário tem a sua inspiração na *fiducia* do direito romano, que assentava na combinação de um *efeito real* (a transmissão da *res* do fiduciante para o fiduciário) e de um *efeito pessoal* (a vinculação do fiduciário a promover o interesse do fiduciante). Era naquele tempo reconhecida a polifuncionalidade da figura; dela resultou a distinção fundamental entre *fiducia cum creditore* e *fiducia cum amico*, relevante na dogmática fiduciária atual. Apesar de não ignorados, os problemas relacionados com a oponibilidade a terceiros da posição do fiduciante não foram aprofundados pela *iurisprudencia* romana.

I.2 Sendo conhecidas manifestações em alguns direitos medievais, o negócio fiduciário é verdadeiramente *redescoberto* na pandectística tardia, que, no seu quadro metodológico característico, encontrou nele o instituto adequado para consolidar fenómenos negociais com relevo no tráfego. É reafirmada a descrição da figura a partir da sobreposição de um *efeito real* e de um *efeito obrigacional* e assinalada a *desproporção* ou o *excesso* do instrumento jurídico face à finalidade pretendida, da qual resultaria uma inelutável posição de *debilidade* do fiduciante.

I.3 O estudo do negócio fiduciário nos ordenamentos continentais foi decisivamente marcado pela caracterização formulada na *pandectística*. Em sucessivas vagas jurisprudenciais e doutrinárias, a *fiduziarische Treuhand* desenvolveu-se com base na afirmação de um *poder de abuso* do fiduciário, só mitigado nas descrições mais recentes do fenómeno fiduciário. É também inquestionável o impacto nos ordenamentos suíço e italiano,

onde o reconhecimento da *debilidade* da posição do fiduciante constitui, quase sempre, o ponto de partida (e não de chegada) das construções doutrinárias e do tratamento jurisprudencial do negócio fiduciário.

I.4 Contrastado com a dogmática fiduciária continental, é evidente a singularidade estrutural do *trust*, que resulta do peculiar sistema de fontes do direito inglês; já assim não é se for adotada uma perspectiva estritamente funcional, que faz transparecer a proximidade entre o (*express*) *trust* e a fidúcia, ambos aptos a promover uma rutura entre titularidade e interesse. Por outro lado, é cada vez mais dominante o entendimento segundo o qual a figura do *trust* não assenta, em rigor, numa efetiva *division of ownership*, cabendo ao fiduciante um direito *in personam*, mas objeto de tutela reforçada; essa configuração é confirmada pelo enquadramento dogmático do *trust* disseminado na literatura dos chamados *mixed legal systems*. Daí que o reconhecimento daquela singularidade do *trust* do direito inglês não impeça a sua *comparabilidade* com o negócio fiduciário dos ordenamentos de *civil law*.

I.5 O arranque tardio da dogmática fiduciária no direito português é explicado pela persistência das posições, prevaletentes ao tempo do Código de Seabra, que sustentavam a inadmissibilidade do negócio fiduciário. Com a entrada em vigor do atual Código Civil, dá-se uma inversão doutrinal no sentido da aceitação da figura, que se encontra hoje plenamente consolidada. Nesse percurso, a destrição entre fidúcia e simulação encontra o seu fundamento na autonomização da *causa fiduciae* e no afastamento da tipicidade fechada dos negócios reais *quoad effectum*, ancorado numa tutela mais abrangente da autonomia privada. Ecoam nesta doutrina as fórmulas disseminadas noutros direitos e tributárias da pandectística, que radicam o traço definidor do negócio fiduciário na *desproporção* entre efeito jurídico e finalidade jurídico-económica, que colocaria o fiduciante numa posição de inevitável desproteção.

I.6 É menos *resignada* a vaga doutrinal recente. Centrados em manifestações da *fiducia cum creditore*, esses estudos avançaram significativamente na identificação de critérios normativos aptos a resolver o potencial conflito entre as partes na relação fiduciária e terceiros; é assinalável a aproximação, cada vez mais assumida, do negócio fiduciário ao

mandato sem representação, identificado como tipo modelar dos modos de atuação fiduciária, dotado de vocação expansiva. Mesmo já não de forma unânime, permanece disseminada na literatura a identificação do *risco fiduciário* enquanto elemento definidor deste modelo negocial.

I.7 As descrições do negócio fiduciário de gestão formuladas na literatura, mesmo na mais atual, não dispensam uma revisão crítica séria; sob pena de uma inversão metodológica fatal, não podem ser simplesmente assumidos certos aspetos de regime, prescindindo de um percurso hermenêutico cuidado. Justifica-se uma abordagem tipológica do conceito de negócio fiduciário, assente na identificação de um *núcleo mínimo e irredutível* de elementos funcionais e estruturais, a que podem acrescer atributos tendenciais ou eventuais em função do regime jurídico aplicável.

I.8 Devem ser expurgados da noção de negócio fiduciário aqueles traços que ecoam as fórmulas da pandectística e contribuem para o enviesamento do campo dogmático em que a figura é enquadrada. Não podem ser sem mais inferidas consequências inevitáveis da natureza jurídica das posições recíprocas de fiduciário e fiduciante, devendo em consequência ser evitada a *contaminação* das descrições dogmáticas da figura com referências a uma suposta *possibilidade de abuso* pelo fiduciário ou à *debilidade* que caracterizaria a posição do fiduciante, assumindo aprioristicamente um resultado que se pode — ou não — confirmar. Do mesmo modo, a descrição do negócio fiduciário por referência à especial confiança investida pelo fiduciante sugere um espaço livre de direito, desconsiderando os meios de tutela do cumprimento dos contratos e, uma vez mais, assumindo *a priori* que o ordenamento não permite sustentar uma tutela *jurídica* do fiduciante, mesmo em face de terceiros.

I.9 Adotada esta perspetiva, aquele *núcleo irredutível* da noção de negócio fiduciário de gestão identifica-se com um fenómeno de *rutura* entre a imputação do conteúdo formal de uma situação jurídica e a imputação substancial do seu resultado económico. Concretizando a alocação jurídica de um bem, o negócio fiduciário dissocia a *titularidade* de um direito patrimonial (*maxime*, de propriedade) e o *interesse* no aproveitamento do bem que constitui o seu objeto. De um prisma estrutural, este efeito é obtido — por vias

contratuais diversas, mediatas ou imediatas, mais ou menos complexas — pela atribuição ao fiduciário de uma posição plena sobre o bem fiduciário (*efeito real*), que vem gravada por um vínculo de afetação funcional de que é credor o fiduciante (*efeito obrigacional*) e que, de uma perspectiva estritamente económica, *anula* a fruição daquela *propriedade fiduciária*.

I.10 Assim traçado o núcleo irreduzível do conceito(-tipo) de negócio fiduciário de gestão, a ele é com segurança reconduzido o mandato sem representação. Esta arrumação não reveste mero interesse conceptual ou de sistematização, encerrando potencialidades normativas propiciadas pela vocação expansiva da disciplina que regula aquele tipo contratual.

II. Delimitado o âmbito do estudo, o segundo capítulo tratou o tema da oponibilidade do vínculo fiduciário a terceiros no quadro do direito comum. Para o efeito, comecei por um percurso juscomparativo, do qual foram extraídos dados normativos decisivos; em síntese:

II.1 A incursão pelos direitos alemão, suíço e italiano revelou não ser inevitável, mesmo nos direitos continentais, uma postura *resignada* perante os obstáculos dogmáticos colocados a uma tutela do fiduciante *para fora* da relação fiduciária. É afinal precipitado o *preconceito*, amplamente difundido na literatura, de que apenas os ordenamentos de *common law* reconhecem externalidades ao negócio fiduciário atípico, sendo evidente, nos direitos estudados, um processo convergente (*funcional*, não *formal*) na identificação de critérios normativos aptos a sustentar a oponibilidade a terceiros do vínculo fiduciário.

II.2 Aquela *convergência* manifesta-se com maior intensidade na execução forçada (singular ou coletiva) do património fiduciário e na proteção do fiduciante no confronto com os credores gerais do fiduciário. Nos direitos continentais estudados, com particular destaque para o alemão, a delimitação da esfera de responsabilidade do devedor (*i.e.* do fiduciário) assenta em ponderações funcionais e dinâmicas, que atribuem relevância jurídica a certos vínculos de afetação funcional, mesmo de natureza obrigacional.

II.3 Nesta direção, é afirmado o carácter modelar do regime do mandato sem representação, nos direitos suíço e italiano, e do regime da comissão, no direito alemão, bem

como reconhecida a vocação expansiva daquelas disposições legais que, nesse âmbito, resolvem o conflito entre mandante e credores gerais do mandatário e que, de forma consistente, atribuem ao primeiro, titular embora de um direito de crédito, certas prerrogativas de separação patrimonial.

II.4 Menos convergentes, mas indo mais longe do que tradicionalmente assumido, são as soluções apresentadas para o problema dos negócios dispositivos em violação do *pactum fiduciae*. Nos direitos continentais, predomina a rejeição de uma limitação intrínseca do poder de disposição do fiduciário e da oponibilidade genérica da posição (obrigacional) do fiduciante aos terceiros adquirentes. A tutela do fiduciante tende a limitar-se a mecanismos indiretos ou mediatos, assentes nas cláusulas gerais do sistema (abuso de direito, responsabilidade delitual).

II.5 Vão porém ganhando espaço construções que, preocupadas com a harmonia sistemática na resolução dos problemas da esfera externa da relação fiduciária, procuram ir mais longe, assinalando, para certas categorias de atos dispositivos, uma limitação funcional das prerrogativas de alienação do fiduciário. De entre estas, está consolidada no ordenamento alemão, incluindo nos tribunais, a via que sustenta a invalidade de negócios dispositivos com escopo de garantia praticados em benefício de credores gerais do fiduciário.

II.6 Este percurso juscomparativo não permitiu apenas identificar critérios especificamente destinados a resolver os problemas suscitados pela esfera externa da relação fiduciária. Dele foram extraídas tendências normativas inquestionáveis que caracterizam as atuais construções doutrinárias do *património*, reveladoras da atualização de um conjunto de postulados do sistema de direito privado, que não pode ser desconsiderada num estudo do negócio fiduciário de gestão.

II.7 A constatação da *transversalidade* e *consistência* dos fenómenos de separação patrimonial, disseminados por áreas nucleares do direito privado, mitigou a projeção normativa de coordenadas como a indivisibilidade do património, a natureza absoluta e sempre uniforme do direito de propriedade e a equiparação entre esfera de titularidade e

esfera de responsabilidade. É reconhecido o papel significativo da autonomia privada na conformação da esfera patrimonial do devedor, evidência de que a segurança do tráfego não é já concebida como bem absoluto e sempre prioritário face a certos interesses particulares. E é relativizado o alcance normativo da dicotomia que separa direitos reais e direitos de crédito, até porque também estes interferem na hierarquização de diferentes classes de credores.

III. Terminada a incursão pelos direitos estrangeiros, a análise do problema da oponibilidade da posição do fiduciante aos credores gerais do fiduciário, depois de enquadrada na dogmática do património, implicou um percurso por certas manifestações de segregação patrimonial no direito positivo. Neste troço da dissertação, foram formuladas as seguintes conclusões principais:

III.1 Assente a natureza *geneticamente* relativa da posição do fiduciante, o problema da oponibilidade do vínculo fiduciário aos credores gerais do fiduciário é um problema de separação patrimonial; ele implica determinar se o bem fiduciário integra a *garantia geral* do fiduciário ou se, não obstante ser titular apenas de um direito de crédito, o fiduciante dispõe de prerrogativas de *separação* oponíveis aos demais credores do fiduciário, constituindo o bem fiduciário uma massa patrimonial segregada, não sujeita à *par conditio creditorum*.

III.2 As premissas da construção clássica do património transparecem ainda nos entendimentos dominantes em torno do regime da responsabilidade patrimonial do devedor. Permanece indisputada a identificação da titularidade como o critério natural de unificação de bens num património, equiparando *propriedade* e *património* e estabelecendo entre património geral e património autónomo — sem justificação — uma relação de regra/exceção. Fruto de uma valorização absoluta da tutela do crédito, é ainda decisiva uma *perspetiva estática* do património do devedor, assente em critérios estritamente formais (a natureza real ou obrigacional das pretensões em conflito) e vedando a interferência de ponderações dinâmicas e finalísticas.

III.3 Desconsiderando a evolução do ordenamento, hoje menos propício a projetar nos institutos jurídicos as características do sujeito, o subjetivismo da doutrina estabelecida é patente na insistente afirmação da *excepcionalidade* da autonomia patrimonial, apresentada num quadro de estrita tipicidade, associada quase sempre a funções conservatórias ou de liquidação e em que o reconhecimento da especial *função* que a justifica surge amplamente diluído. É esta abordagem restritiva que explica a *relutância*, que apenas recentemente vem sendo ultrapassada, em reconhecer que institutos modelares do sistema — *maxime*, o mandato sem representação — constituem casos paradigmáticos de separação patrimonial.

III.4 O teor normativo do art. 601.^o (como o do art. 817.^o) é todavia inconclusivo, não permitindo sem mais a equiparação entre *esfera de titularidade* e *esfera de responsabilidade*. Rejeitando um compromisso expresso com a categoria da titularidade, aquele preceito suporta-se numa fórmula ambígua e *atécnica* (*pertença*) — o que também sucede nas disposições adjetivas que regulam a separação de certos bens do património executável do devedor. A apreensão do conteúdo normativo daquele regime impõe por isso a consideração cabal do círculo hermenêutico em que ele se insere.

III.5 Sendo assim, a apreensão da *norma final* que suporta o regime da responsabilidade patrimonial do devedor não dispensa um percurso interpretativo cuidado, que valorize em simultâneo o elemento sistemático (método dedutivo), buscando as coordenadas normativas a partir de um conjunto unitário de disposições que, tendo como eixo os arts. 601.^o e 817.^o, se dissemina por outros quadrantes do sistema (Código Civil, leis de processo e insolvência, leis especiais, etc.); e o elemento finalístico (método indutivo), apurando a teleologia que verdadeiramente subjaz a este setor normativo.

III.6 Adotado aquele percurso metodológico, a abordagem sistemática por quadrantes diversos do direito civil, comercial e insolvencial revelou a disseminação de institutos assentes na segregação patrimonial e em mecanismos de limitação funcional da garantia patrimonial, que dão relevância jurídica à natureza, à proveniência e ao fundamento do direito de crédito.

III.7 Estes patrimónios separados surgem associados a uma coordenada normativa constante que, na delimitação do património do devedor, é sensível à afetação finalística dos bens a um interesse delimitado e desconsidera — por vezes, de forma implícita, como sucede no fiduciário do CIRE — situações de titularidade apenas *instrumental*, porque gravada por um vínculo de afetação funcional, e *neutra* de um prisma patrimonial, porque está (contratualmente) vedada ao proprietário a fruição económica do bem de acordo com os seus interesses idiossincráticos.

III.8 Existe uma tendencial associação entre formas de atuação fiduciária e o reconhecimento normativo de um património separado. A dissociação entre titularidade e interesse que define o fenómeno fiduciário constitui a *causa* constante da projeção de um efeito de separação patrimonial. Porque a massa de bens sobre o qual vem impresso o vínculo fiduciário não constitui para o seu proprietário um efetivo acréscimo patrimonial, surgindo antes como substancialmente alheia, a lei desconsidera-a na delimitação da esfera de garantia patrimonial, afetando-a à satisfação de uma categoria particular de responsabilidades.

III.9 O regime de responsabilidade por dívidas do mandatário (cf. art. 1184.º) — aplicável ao mandato para adquirir, alienar ou gerir —, ao *isolar* os bens do mandato perante os credores gerais do mandatário, configura aqueles bens como um património separado, conferindo ao mandante um direito de separação, fundado numa pretensão de natureza obrigacional. Aquele regime constitui a matriz conceptual de um conjunto amplo de esquemas e técnicas negociais, reconduzível ao fenómeno fiduciário e que se reproduz noutras disciplinas especiais.

III.10 A identificação do fundamento normativo comum às manifestações de segregação patrimonial acolhidas no direito positivo permite clarificar a matriz teleológico-funcional do regime geral da responsabilidade patrimonial do devedor. O objetivo de assegurar a tutela do crédito não é afinal indiferente à *destinação* de um acervo patrimonial, não impondo a inclusão na *garantia geral* de bens sobre os quais o devedor *não* tem plena disponibilidade e, porque de uma titularidade instrumental se trata (com fim de gestão ou de garantia), cujo resultado económico não é repercutido na sua esfera patrimonial.

III.11 Fruto desta coordenada teleológica, reforçada pela sua consagração num instituto nuclear do sistema de direito privado e em linha com os resultados apurados noutros direitos continentais, o art. 601.º (e demais normas que sejam por ele convocadas para delimitar a esfera de responsabilidade de um sujeito) não pode ser interpretado no sentido de, relativamente a bens gravados por um vínculo de afetação funcional que os remova da disponibilidade plena do devedor, colocar os credores gerais deste numa posição patrimonial mais favorável do que aquela em que se encontra o próprio devedor.

III.12 Este esforço de atualização dogmática, que sugere uma diluição da intensidade normativa do princípio da responsabilidade patrimonial, não permite todavia ir tão longe quanto aquelas construções doutrinárias que, noutros direitos e seguindo fundamentações variadas, simplesmente rejeitam a tipicidade dos fenómenos de segregação patrimonial. Porque transporta a relação creditícia para um plano externo, a separação patrimonial é um problema de oponibilidade, que impõe a ponderação dos interesses de terceiros. A produção de um efeito de separação patrimonial permanece por isso dependente de habilitação legal, que legitime a prevalência da posição do beneficiário (credor do ato de destinação) sobre os demais credores.

III.13 Apesar disso, é bem significativo o espaço que, com graus variáveis, a lei reconhece à autonomia privada (em particular, ao contrato) para a criação e modelação de patrimónios separados, que não surgem sempre como resultado de uma estatuição legal autossuficiente. Esta *função organizatória* da autonomia privada é particularmente evidente naqueles casos — que encontram no mandato sem representação o paradigma, mas a ele não se limitam — em que o efeito de separação patrimonial se produz sem que a lei delimite *ex ante* os interesses a salvaguardar ou os fins específicos a prosseguir, bastando-se com a afetação de um acervo patrimonial a um escopo pré-constituído no quadro da vontade das partes (*v.g.* o regime do e.i.r.l.).

III.14 A delimitação da esfera de responsabilidade do devedor não assenta numa ligação ontológica entre a natureza jurídica das posições em confronto e a sua oponibilidade. Em concreto, a posição jurídica do beneficiário de um património separado não reveste

necessariamente natureza jusreal. Sem prejuízo da projeção externa da segregação patrimonial, também certas pretensões relativas — que revestem características peculiares, porque colocam o seu credor, a respeito da alocação fáctico-económica do bem, numa posição equiparada à de um *proprietário*, mas que permanecem fora do quadro dos direitos reais —, podem fundamentar prerrogativas de separação, interferindo no funcionamento da *par conditio creditorum*.

III.15 Esta relevância de pretensões obrigacionais na delimitação do *património* do devedor encontra a sua manifestação central no art. 1184.º, uma vez que as externalidades reconhecidas à posição do mandante não implicam a sua *metamorfose* para uma posição real ou *quase-real*. Mas também no direito da insolvência a determinação da massa insolvente é permeável a direitos de crédito cujo efeito seja o de instrumentalizar certas *posições proprietárias* imputadas à esfera do devedor insolvente (mesmo quando não beneficiam de preferência real).

IV. Apurados estes elementos, reveladores da consolidação de um modelo normativo consistente e disseminado por diversos quadrantes do sistema, em que propriedade e função se intersejam de forma intensa, foi possível avançar com segurança para a demonstração da vocação expansiva do regime de responsabilidade por dívidas do mandatário sem representação:

IV.1 O art.º 1184.º encerra uma ponderação normativa genericamente aplicável às situações de titularidade fiduciária com fins de gestão. Este preceito é reconduzível àquela categoria de normas que, por oposição às que se ocupam estritamente da relação interna do mandato (elemento obrigacional), regulam a *situação proprietária* em que fica fiduciariamente investido o mandatário. A previsão normativa do art. 1184.º é por isso uma situação de *titularidade fiduciária*, não uma *relação fiduciária* particular.

IV.2 A intenção normativa que subjaz ao art. 1184.º não tem com o mandato uma relação indissolúvel, nem se justifica por uma sua particularidade estrutural ou funcional, sendo generalizável a outras hipóteses de atuação fiduciária. Pretende-se vedar o acesso a bens que são substancialmente alheios para o devedor — o mandatário/fiduciário –, porque

funcionalizados à prossecução do interesse do mandante/fiduciante, na esfera de quem se repercute o respetivo resultado económico. Adotada uma perspetiva metodológica que privilegie a harmonia teleológica do sistema — e que releve a tutela constitucional da propriedade, assente numa noção ampla de *património* —, não se justifica no plano normativo — *i.e.*, quanto ao alcance do art. 1184.º — uma distinção entre situações de titularidade fiduciária resultantes da execução de um mandato e outras decorrentes de um negócio fiduciário de gestão atípico.

IV.3 No quadro dos pressupostos e limites por si traçados, o art. 1184.º determina a oponibilidade a terceiros — materializada no reconhecimento de um efeito de segregação patrimonial — de atos de autonomia privada reconduzíveis à categoria dogmática do negócio fiduciário. Os bens sobre os quais vem gravado o vínculo de destinação fiduciário constituem um dos *regimes especialmente estabelecidos em consequência da separação de patrimónios*, não podendo ser *apreendidos* para satisfação das pretensões creditícias dos credores gerais do fiduciário. Se o forem, o fiduciante disporá de um direito de oposição em sede de execução singular (embargos de terceiros) e de insolvência do fiduciário (separação da massa insolvente).

IV.4 Esta tutela do fiduciante abrange bens sucedâneos que venham a substituir os originais no património separado, em resultado de atos de disposição do fiduciário (subrogação real), permanecendo válida naqueles casos em que o negócio fiduciário pressupõe ou permite a variação (quantitativa, qualitativa) dos bens que integram o acervo fiduciário. Nestes casos, o efeito de separação patrimonial habilitado pelo art. 1184.º dependerá da sucessiva documentação dos atos (aquisitivos, alienatórios, gestórios) praticados pelo fiduciário por conta do fiduciante e que, acompanhando a execução contratual, permita a cada momento a contabilização e determinação dos bens fiduciários.

IV.5 A *inatacabilidade* do bem fiduciário tem um paralelo funcional na limitação do exercício da compensação pelos credores gerais do fiduciário que sejam simultaneamente *devedores da fidúcia*. O alcance normativo do art. 1184.º interfere na avaliação do requisito da reciprocidade, impedindo que um credor do fiduciário procure extinguir um crédito

fiduciário de que seja devedor, com um contracrédito de que seja titular *pessoalmente* sobre o fiduciário.

IV.6 Olhado de uma perspectiva mais abrangente, o art. 1184.^o constitui uma coordenada central na determinação da relação de *prevalência condicional* que se estabelece a respeito do conflito, que a dimensão externa da relação fiduciária encerra, entre o princípio da responsabilidade patrimonial e o princípio da tutela da autonomia privada. Ao determinar os termos em que é reconhecida a oponibilidade da posição do mandante/fiduciante), aquela disposição legal delimita o *peso relativo e recíproco* daqueles princípios de sinal contrário, bem como as condições de cuja verificação depende aquele equilíbrio.

V. Passando para o segundo problema paradigmático da esfera externa da relação fiduciária, também para o cenário de infidelidade do fiduciário as conclusões formuladas revelaram um nível de tutela do fiduciante mais intenso do que tradicionalmente assumido na literatura:

V.1 A ausência de uma posição jurídica real, dotada de sequela, impede o fiduciante de recorrer à ação de reivindicação para assegurar a restituição do bem fiduciário. Todavia, recusando-se o fiduciário a cumprir a obrigação de (re)transmissão do bem da fidúcia para a esfera do fiduciante, obrigação esta que reveste natureza convencional e é funcionalmente análoga à do promitente-vendedor, o fiduciante poderá recorrer ao mecanismo da execução específica, dessa forma suprimindo a ausência daquele ato transmissivo.

V.2 Mesmo concluindo — e não simplesmente pressupondo — que o poder de disposição do fiduciário não se encontra sempre funcionalmente limitado, atenta a natureza puramente creditícia da pretensão do fiduciante, e que este não pode *reivindicar* de terceiros o bem fiduciário, existem fundamentos sólidos para assegurar a oponibilidade externa do vínculo fiduciário a certas categorias de terceiros adquirentes de pretensões incompatíveis sobre o bem da fidúcia, não sendo inevitável a limitação da tutela do fiduciante a mecanismos indiretos ou mediatos, assentes exclusivamente nas cláusulas gerais do sistema (abuso de direito, responsabilidade delitual, etc.).

V.3 O regime do mandato sem representação não permite concluir que o poder de disposição do fiduciário se encontra intrinsecamente limitado, adequando, *para fora*, o conteúdo e a extensão da sua posição jurídica tal como ela é moldada (*rectius*, limitada) pela dimensão interna da relação fiduciária. Não basta para tal o disposto no art. 1181.º/1, que confere ao mandante/fiduciante unicamente um direito oponível ao mandatário/fiduciário.

V.4 Porém, preocupações de congruência sistemática e teleológica justificam a extensão analógica do art. 1184.º a negócios dispositivos com escopo de garantia praticados pelo fiduciário em benefício de credores seus, para solver ou garantir dívidas não relacionadas com o vínculo fiduciário. Estes credores não podem obter por negócio o que a lei lhes veda num cenário de execução forçada do património do fiduciário. Se assim não for, permite-se que o fiduciário *use* o bem da fidúcia para a prossecução de um interesse seu, frustrando o critério normativo resultante do art. 1184.º que dá prevalência à posição do fiduciante sobre a dos credores gerais do fiduciário.

V.5 Esta conclusão revela que o alcance normativo do efeito de separação patrimonial determinado pelo art. 1184.º não se faz sentir apenas na delimitação da esfera de garantia patrimonial do fiduciário, projetando-se igualmente — ainda que apenas de forma parcial — nas prerrogativas de disposição deste, sempre que através de um negócio dispositivo se pretenda frustrar o critério normativo em que assenta a autonomia patrimonial do acervo fiduciário.

V.6 Sendo relevante no confronto com a categoria de terceiros em que é mais intensa a possibilidade de conflito com o fiduciante, o critério enunciado não vale para salvaguardar todas as hipóteses de violação do *pactum fiduciae* pelo fiduciário. Fora os negócios dispositivos com escopo de garantia em benefício de credores gerais do fiduciário, vale como instrumento residual de tutela do fiduciante o recurso à dogmática da *eficácia externa das obrigações*, permitindo, no estrito quadro dos seus pressupostos, a responsabilização do terceiro pela violação ilícita e culposa do direito de crédito de que é titular o fiduciante.

V.7 A ilicitude da conduta do terceiro decorre da violação — que, para gerar responsabilidade, deverá ainda ser culposa — de um dever geral de respeito das posições subjetivas alheias (no caso, do dever geral de respeito do direito de crédito de que é titular o fiduciante), colaborando com o fiduciário na inexecução do programa contratual. Dispensando por esta via o crivo da cláusula do abuso de direito, é ainda mitigado o grau de censurabilidade exigido para responsabilizar um terceiro que colabore com o fiduciário na aquisição de uma pretensão incompatível com a do fiduciante.

VI. *Completado o estudo da oponibilidade a terceiros do negócio fiduciário no direito comum, o capítulo III foi dedicado à análise de um caso paradigmático de titularidade fiduciária de valores mobiliários. Depois de um percurso de enquadramento, foi descrito e caracterizado dogmaticamente o fenómeno da titularidade indireta de valores mobiliários:*

VI.1 No tráfego mobiliário hodierno, a prevalência da *informática* e do registo como suporte privilegiado da circulação de valores mobiliários esconde uma realidade — jurídica, económica e operacional — complexa, assente em intrincadas redes de processos e intervenientes, na sobreposição de sucessivas *contas*, registos e relações de custódia, e que, afinal, nem sempre prescindem verdadeiramente do papel.

VI.2 Em resposta ao *paperwork crunch*, multiplicaram-se modelos de circulação de valores mobiliários, juridicamente construídos a partir de técnicas distintas de *imobilização* e *desmaterialização* e que configuram em moldes distintos a relação entre emitente e investidor final. Nesse quadro, tem relevância dogmática a distinção entre os modelos de *titularidade direta* e *titularidade indireta*, consoante o quadro normativo habilita a manutenção de um vínculo jurídico direto entre emitente e investidor (mesmo estreitamente dependente de intervenientes institucionais — *v.g.* direito alemão), ou, ao invés, impõe a interferência de intermediários financeiros na cadeia de titularidade (*vg.* direito norte-americano).

VI.3 Em qualquer dos casos, a circulação dos valores mobiliários e o exercício dos direitos a eles inerentes está decisivamente dependente da intervenção de intermediários

financeiros, a diferentes títulos e com finalidades distintas, mas que muitas vezes se intrometem na própria cadeia de titularidade.

VI.4 Imposta diretamente por lei ou simplesmente por razões de eficiência — para facilitar o investimento transnacional, ou promover as práticas de *pooling* —, emergiu como realidade do mercado a *titularidade intermediada* ou *indireta* de valores mobiliários, fenómeno de circulação mobiliária assente na sobreposição de sucessivas relações de custódia, tipicamente com conexão com diversos ordenamentos e que, colocando um ou mais intermediários financeiros na cadeia de titularidade, pressupõe a natureza indireta e remota da relação entre emitente e investidor final.

VI.5 Esta incontornabilidade dos intermediários financeiros na circulação mobiliária justificou a autonomização — ao lado do *risco de investimento*, conatural à atuação nos mercados — de um *risco de intermediação*, relacionado com o perigo de insolvência do intermediário financeiro e de incumprimento de deveres impostos por lei ou contrato.

VI.6 Compulsadas as características do modelo de circulação de valores mobiliários (escriturais ou equiparados) vigente no direito português, é segura a sua recondução aos modelos de *titularidade direta*. Sem prejuízo da multiplicidade de contas em que o sistema assenta, que servem propósitos distintos, vale um registo de titularidade *único*, que não pressupõe a interferência de intermediários financeiros na cadeia de titularidade e que habilita a manutenção de um vínculo jurídico entre o emitente e o investidor final.

VI.7 Esta recondução a um modelo de titularidade direta é reforçada pela afirmação da natureza constitutiva do registo de valores mobiliários, que impede a convivência, em paralelo, da *titularidade registral* ou *cartular* e da *titularidade substancial*, não podendo a inscrição em conta ser configurada como mera *condição de legitimidade*, sem interferir na titularidade substantiva das posições jurídicas representadas pelos valores mobiliários.

VI.8 Esta vigência de um tal modelo de *titularidade direta* de valores mobiliários não significa todavia que o registo de valores mobiliários reflita sempre e integralmente a *realidade jurídica* que lhe está subjacente. Em paralelo com situações que seguem o modelo

de circulação desenhado na lei, convivem no tráfego mobiliário situações de *titularidade por conta* de valores mobiliários, um fenómeno de mercado desenvolvido no quadro da autonomia privada, motivado por razões de conveniência, eficiência económica e operacional, envolvendo um intermediário financeiro na prestação de um serviço profissional e em prossecução dos interesses de clientes e que é reconduzível à categoria dogmática da titularidade fiduciária.

VI.9 Manifestação paradigmática desta realidade são os casos de *titularidade indireta* de valores mobiliários. Refletindo práticas prevalecentes nos mercados mais líquidos, convivem *de facto* no tráfego mobiliário português modelos de *titularidade direta* e práticas de *detenção indireta*, que quebram o vínculo jurídico entre emitente e investidor. O fenómeno facilita o investimento estrangeiro no mercado português e propicia a flexibilidade operacional e comercial do *pooling* e do recurso a contas *omnibus*. Daí que a sua relevância não se limite às cadeias de investimento internacional, manifestando-se em situações puramente domésticas, por vezes até aproveitando expressa habilitação legal (v.g. o caso das sociedades gestoras de patrimónios).

VI.10 Na base destas cadeias de titularidade indireta está uma conta de registo individualizado aberta em nome de um intermediário financeiro, português ou estrangeiro (v.g. um *global custodian*), por norma uma conta *omnibus* onde estão inscritos, de forma indistinta e não segregada, valores mobiliários detidos por conta de múltiplos investidores. A conta é *desdobrada* em sucessivos registos, mantidos diretamente em nome do investidor ou, nas hipóteses de maior complexidade, em nome de outros intermediários situados nos patamares subsequentes. Estas *contas-espelho* constam da contabilidade interna dos intermediários financeiros, não se confundindo com as contas de titularidade a que o quadro legal faz referência.

VI.11 O descrito fenómeno do mercado configura uma atuação fiduciária do intermediário financeiro, tendo como substrato jurídico um contrato reconduzível à categoria do negócio fiduciário de gestão. Ao intermediário financeiro titular da conta de registo cabe a titularidade dos valores mobiliários, que surge porém gravada por um vínculo de afetação funcional que, entre outros efeitos, retira a essa titularidade qualquer conteúdo

económico. Ao investidor (ou a outro intermediário) cabe uma posição jurídica oponível apenas àquele fiduciário (e não a terceiros, designadamente ao emitente), que assegura a transmissão do resultado económico daqueles valores mobiliários, permite determinar o exercício dos direitos inerentes e que integra um direito à respetiva (re)transmissão.

VI.12 A possibilidade de elisão da presunção de titularidade decorrente do registo, resultante da articulação dos n.º 1 e n.º 3 do art. 74.º CdVM, não permite, como regra geral, a *reconfiguração* destas situações de titularidade indireta de valores mobiliários, transformando a posição meramente creditícia do investidor/fiduciante numa posição de efetiva titularidade. Isso implicaria um completo desvirtuamento do sistema de registo e circulação de valores mobiliários cuidadosamente desenhado na lei, equiparando meros registos internos de intermediários financeiros às contas de titularidade integradas no sistema de controlo mobiliário, ao mesmo tempo que seria incompatível com a natureza constitutiva do registo em conta. Além disso, implicaria uma desconsideração do próprio modelo contratual adotado pelas partes.

VI.12 Seguindo um figurino tipicamente fiduciário de dissociação entre imputação formal de uma situação jurídica — a titularidade dos valores mobiliários — e a alocação do respetivo conteúdo económico, e assente em modelos contratuais padronizados que entrelaçam elementos do mandato sem representação e do depósito, a posição do investidor não lhe confere um direito *diretamente* incidente sobre os valores mobiliários inscritos na conta (*omnibus*) de titularidade aberta em nome do intermediário financeiro — nem, consequentemente, uma relação direta com o respetivo emitente. Ela constitui antes uma *posição derivada*, que integra o direito a uma prestação a que se encontra adstrito o intermediário financeiro.

VII. *A determinação do quadro normativo aplicável às situações de titularidade indireta obrigou depois a uma análise cuidada da disciplina que, no quadro mais amplo da regulação das atividades de intermediação financeira, regula em especial a salvaguarda de bens de clientes:*

VII.1 O regime da *salvaguarda de bens de clientes* na intermediação financeira (arts. 306.º ss. CdVM), marcadamente inspirado pelo direito da União Europeia e, nesse quadro,

em especial pela transposição da DMIF, trata duas matérias essenciais: a segregação (horizontal e vertical) dos patrimónios de investimento e a utilização desses patrimónios no interesse próprio do intermediário financeiro (*proprietary trading*). Ela combina disposições com inequívoca projeção externa (cf. arts. 306.º/2 e 3 CdVM) e uma malha densa de deveres organizatórios e regras de conduta (cf. 306.º ss. CdVM), não sendo ignorado, em qualquer dos casos, o fenómeno da titularidade indireta de valores mobiliários.

VII.2 Avaliada de um prisma finalístico, esta disciplina que se ocupa com a *salvaguarda de bens de clientes* assume tem subjacente o propósito de proteger o investidor do *risco de intermediação*, procurando isolar os efeitos prejudiciais decorrentes ou de condutas ilícitas do intermediário financeiro, ou de situações de insuficiência patrimonial, e por essa via assegurar condições ótimas para a assunção — voluntária, consciente e verificável — do *risco de investimento*.

VII.3 Noutra perspetiva, a disciplina da intermediação financeira é demonstração de um novo paradigma de intervenção pública nos mercados, reveladora da fluidez das fronteiras que separam direito público e direito privado. Neste quadro, a *relação principal* que justifica a intervenção pública é uma relação de direito privado, encontrando-se a autoridade administrativa fora do seu eixo e remetida para uma função de controlo e garantia. Daí que esta disciplina revista uma *dupla natureza*; o seu alcance normativo não é apenas *regulatório* — consagrando um conjunto de *pautas de supervisão* que a CMVM é chamada a escrutinar —, mas projeta-se diretamente também no conteúdo da relação contratual que se estabelece entre intermediário financeiro e investidor.

VII.4 Reconhecida esta dupla natureza normativa, emerge da disciplina da intermediação financeira um dever contratual (acessório) de segregação patrimonial, que modela decisivamente as posições recíprocas das partes na relação de intermediação financeira e que se encontra sujeito aos mecanismos de tutela do devedor. A elas não se limitando, este *dever fiduciário* de segregação patrimonial encontra nas hipóteses de titularidade indireta um âmbito de aplicação central, conferindo maior *transparência* e

controlabilidade à relação fiduciária de intermediação e mitigando o risco de *confusão* patrimonial (*commingling*).

VIII. Avancei depois para o tema da *oponibilidade a terceiros da relação fiduciária que subjaz aos casos de titularidade indireta, tratando sucessivamente os problemas da tutela do investidor num cenário de insolvência do intermediário financeiro e perante negócios dispositivos em violação do pactum fiduciae*:

VIII.1 Ao contrário do que sucede nos regimes que transpuseram a DMIF noutros ordenamentos europeus, o art. 306.º CdVM não oferece um critério normativo imediato para a determinação do estatuto de responsabilidade aplicável a patrimónios de investimento de que o intermediário financeiro é titular fiduciário. Se é inquestionável que a segregação enquanto *dever-procedimento* se estende às situações em que o intermediário financeiro atua fiduciariamente por conta de clientes, não é claro que estas sejam alcançadas pelo efeito de segregação patrimonial que aquela disciplina estatui num cenário de insolvência.

VIII.2 A fundamentação da tutela do investidor/fiduciante nas situações de titularidade indireta exige por isso um percurso hermenêutico cuidado, de diálogo entre direito comum e direito especial e que deve partir da consideração das coordenadas apuradas na dogmática fiduciária geral, em particular o alcance normativo do art. 1184.º.

VIII.3 Por outro lado, a teleologia própria da disciplina da intermediação financeira, apurada a partir de um conjunto de institutos — e reforçada pela relevância conformadora da Constituição no domínio mobiliário, bem como pelas soluções prevalecentes noutros direitos –, impõe a proteção do investidor face ao *risco de intermediação*, permanecendo exposto apenas ao risco de investimento, aquele que foi por si avaliado e voluntariamente assumido. A partir desta ponderação finalística, é imperativo o tratamento idêntico de situações em que o investidor é titular *direto* de valores mobiliários e daquelas em que os confiou a título fiduciário a um intermediário financeiro.

VIII.4 Da aplicação conjugada dos arts. 1184.º e 306.º/2 CdVM nas situações de titularidade fiduciária de valores mobiliários resulta um critério delimitador da

responsabilidade do intermediário financeiro, que implica a separação dos bens (valores mobiliários e dinheiro) de que seja titular em nome próprio mas no interesse e por conta e risco de clientes, não sendo sujeito à regra da distribuição proporcional pela generalidade dos credores. A *autonomia* dos patrimónios de investimento está condicionada pela (possibilidade de) reconstituição, a partir dos elementos resultantes da execução contratual, do acervo que integra a título fiduciário a esfera do intermediário financeiro.

VIII.5 Esta tutela do investidor/fiduciante abrange bens sucedâneos que venham a substituir o acervo mobiliário original em resultado da atuação gestória do intermediário financeiro/fiduciário, permanecendo também válida naqueles casos em que a relação de intermediação — como é comum nos casos de titularidade indireta de valores mobiliários — pressupõe ou permite a variação (quantitativa, qualitativa) do património de investimento fiduciariamente detido pelo intermediário financeiro. Nestes casos, o efeito de separação patrimonial habilitado pela aplicação conjugada do art. 1184.º e do art. 306.º/2 CdVM dependerá da sucessiva documentação dos atos (aquisitivos, alienatórios, gestórios) praticados pelo intermediário financeiro/fiduciário por conta do investidor/fiduciante e que, acompanhando a execução contratual, permita a cada momento a contabilização dos bens fiduciários.

VIII.6 A posição do investidor/fiduciante merece tutela também naquelas situações patológicas em que o intermediário financeiro aliena ou onera os valores mobiliários de que é titular (apenas) fiduciário em violação do *pactum fiduciae*. Sem prejuízo da projeção das coordenadas formuladas no direito comum, vale na disciplina especial da intermediação um conjunto de elementos normativos especiais que reforçam a *oponibilidade externa* da posição do investidor/fiduciante lesado por uma conduta ilícita do intermediário financeiro/fiduciário.

VIII.7 Esses elementos resultam das regras que especificamente regulam a chamada *utilização de instrumentos financeiros de clientes*. Estas não se limitam simplesmente a proibir as práticas de *proprietary trading*, estabelecendo os pressupostos (*i.e.* um regime de autorização obrigatória) de que depende a possibilidade de o intermediário financeiro

alienar ou onerar, no seu interesse ou de terceiro, os valores mobiliários que integram o património de investimento dos seus clientes.

VIII.8 Especificamente para as situações de titularidade indireta de valores mobiliários, aquele regime autorizatório (arts. 306.º e 306.º-D CdVM) constitui uma *condição da legitimidade* para que o intermediário financeiro possa dispor de valores mobiliários de que é titular (apenas) fiduciário. Ao contrário do que sucede no direito comum, o ordenamento assume uma efetiva limitação do poder de disposição do intermediário financeiro, servindo a autorização prestada pelo fiduciante como instrumento que consolida a posição do fiduciário, atribuindo-lhe legitimidade — que de outro modo lhe faltaria — para alienar os valores mobiliários no seu próprio interesse ou no de terceiro.

VIII.9 Ao ser prestada esta autorização e posteriormente alienados os valores mobiliários que constituem o acervo fiduciário, é fatalmente alterada a posição jurídica do investidor/fiduciante. Ele deixa de beneficiar de tutela num cenário de insolvência, porque aceita voluntariamente que os bens gravados pelo vínculo fiduciário saiam da esfera do intermediário financeiro/fiduciário.

VIII.10 Sendo alienados ou onerados os valores mobiliários sem autorização, o negócio em causa será por regra inválido, porque violador de uma disposição legal (art. 306.º/3 CdVM) que não se destina a tutelar apenas o interesse patrimonial individual do investidor, mas a que subjaz a prossecução de um interesse verdadeiramente coletivo, identificado com a confiança nas estruturas de intermediação, essenciais para o regular funcionamento do mercado. Só a terceiros adquirentes de boa fé esta solução não será oponível.

VIII.11 A combinação de uma situação de insolvência do intermediário financeiro com a alienação em momento prévio de valores mobiliários fiduciariamente detidos por conta de clientes está na génese do chamado risco de *inflação (shortfalls)*, que se verifica quando é apurado na esfera do intermediário financeiro uma quantidade de valores mobiliários insuficientes para *entregar* aos investidores e em que, portanto, o somatório das posições individuais de cada um dos investidores se encontra inflacionado por referência ao saldo da

conta (*omnibus*) de registo individualizado aberta em nome do intermediário financeiro. Nestes casos, a regra imediata da distribuição proporcional das perdas valerá apenas como critério residual, na medida em que outros fundamentos — relacionados com a estrutura e características da relação contratual, mas também com o perfil e natureza do risco assumido voluntariamente pelos investidores — não permitam uma alocação direta e individualizada daquelas perdas.

IX. As páginas finais da dissertação foram dedicadas a duas manifestações particulares da relevância externa do vínculo fiduciário que subjaz a situações de titularidade indireta de ações cotadas: o exercício dos direitos de voto e a respetiva imputação no quadro do art. 20.º CdVM.

IX.1 O quadro normativo não é indiferente ao arranjo contratual que subjaz a situações de titularidade fiduciária de ações e à particular conformação de interesses que lhes subjaz e que atribui ao investidor/fiduciante, apesar de lhe faltar a titularidade dos valores mobiliários, uma inequívoca esfera de influência — de resto, com substrato jurídico — no exercício dos direitos de voto inerentes àqueles valores mobiliários.

IX.1 A respeito do exercício dos direitos de voto, e no quadro mais amplo do debate em torno do reforço da participação acionista, a lei consagra de forma expressa — ou simplesmente habilita — mecanismos aptos a promover o exercício dos direitos de voto inerentes a ações detidas a título profissional por intermediário financeiro por conta e risco de investidores, aceitando para esses casos um desvio significativo ao postulado da unidade de voto.

IX.2 Justamente o reconhecimento desta esfera de influência explica a imputação dos direitos de voto ao investidor final destas cadeias de intermediação, ao abrigo da cláusula geral de imputação prevista para as situações de titularidade fiduciária. Esta conclusão não poderá porém prescindir de uma análise cuidada da situação em concreto — em particular, naqueles casos em que a cadeia de titularidade se multiplica em diversos patamares —, a fim de identificar onde se situa, de facto, o poder para influenciar o exercício dos direitos de voto.

BIBLIOGRAFIA

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de**, *Curso de Direito Comercial. Introdução, Actos de Comércio, Comerciantes, Empresas, Sinais Distintivos*, vol. I, 8.^a ed., Coimbra, Almedina, 2011
- *Curso de Direito Comercial. Das Sociedades*, vol. II, 7.^a ed., Coimbra, Almedina, 2011 ss.
- *Da empresarialidade – As Empresas no Direito*, Coimbra, Almedina, 1996
- AFONSO, A. Isabel**, “O Contrato de gestão de Carteiras: Deveres e Responsabilidades do Intermediário Financeiro”, *Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, Almedina, pp. 55 ss.
- AFRELL, Lars / WALLIN-NORMAN, Karin**, “Direct or indirect holdings: a Nordic Perspective”, *ULR*, vol. X, 2005 (1/2), pp. 277 ss.
- AGUIAR-BRANCO, Fernando**, *Dos Fideicomissos*, Porto, Fundação Eng. António de Almeida, 1946/1947, Reimp. 2000
- ALBUQUERQUE, Pedro de**, *Direito das Obrigações – Contratos em especial*, vol. I, t. 1, Coimbra, Almedina, 2008
- ALCARO, Francesco**, “Unità del patrimonio e destinazione dei beni”, *La trascrizione dell'atto negoziale di destinazione. L'art. 2645—ter del codice civile*, org. M. BIANCA, Milano, Giuffrè, 2007, pp. 105 ss.
- ALEXY, Robert**, *A theory of constitutional rights*, trad. J. RIVERS, Oxford University Press, Oxford, 2002
- ALMEIDA, António Pereira de**, “A limitação da Responsabilidade do Comerciante em Nome Individual”, *Novas Perspectivas de Direito Comercial*, Coimbra, Almedina, 1988, pp. 271 ss.
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de**, *Contratos II (Conteúdo. Contratos de Troca)*, 2.^a ed., Coimbra, Almedina, 2011
- “*Alienação da Propriedade em Garantia: Uma Perspectiva Prudente*”, *Estudos Dedicados ao Professor Doutor Luis Carvalho Fernandes*, Lisboa, 2011, pp. 311 ss.
- *Contratos I (Conceito. Fontes. Formação)*, 4.^a ed., Coimbra, Almedina, 2008
- “Contratos Diferenciais”, *Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, vol. II, 2008, pp. 81 ss.
- “Valores Mobiliários: o papel e o computador”, *Código das Sociedades Comerciais – Homenagem aos Profs. Doutores A. FERRER CORREIA, ORLANDO DE CARVALHO E VASCO LOBO XAVIER*, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 621 ss.
- “Registo de Valores Mobiliários”, *DirVM*, vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, pp. 51 ss.
- “Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários”, *DirVM*, vol. III, 2001, pp. 121 ss.

- *Direito Comparado: ensino e método*, Cosmos, Lisboa, 2000
- *Introdução ao Direito Comparado*, Almedina, Coimbra, 2.^a ed., 1998
- “As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários”, DVM, Lisboa, Lex, 1997, pp. 291 ss.
- “Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais”, RevB, n.º 26, 1993, pp. 23 ss.
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de / NEVES, Vitor Pereira das**, *Estudo para a recepção legislativa do trust no direito português*, 2007, inédito (em arquivo com o autor)
- ALPA, Guido**, *Manuale di Diritto Privato*, 4.^a ed., Padova, Cedam, 2005
- ALVES, Hugo Ramos**, *Do Penhor*, Coimbra, Almedina, 2010
- AMARAL, Maria Lúcia**, *Responsabilidade do Estado e Dever de Indemnizar do Legislador*, Coimbra, Coimbra Editora, 1998
- AMATO, Alessio Di**, “I Servizi di investimento”, *Manual di Diritto del Mercato Finanziario*, org. AMOROSINO, Milano, Giuffrè, 2008, pp. 89 ss.
- ANDRADE, Manuel de**, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, vols. I./II., Coimbra, Almedina, 1987 (7.^a reimp.)
- *Noções Elementares de Processo Civil*, (com a colaboração de ANTUNES VARELA, rev. HERCULANO ESTEVES), Coimbra, Coimbra Editora, 1979
- *Teoria geral das obrigações*, 3.^a ed., Coimbra, Almedina, 1966
- ANDRADE, Margarida Costa**, *A Locação Financeira de Acções e o Direito Português*, Coimbra, Coimbra Editora, 2007
- ANDERSON, Hamish**, “The Treatment of Trust Assets in English Insolvency Law”, *Commercial Aspects of Trusts and Fiduciary Obligations*, org. MCKENDRICK, Oxford, 1992, pp. 167 ss.
- ANDREOLI, Edoardo**, *Il trust nella prassi bancaria e finanziaria*, Cedam, Padova, 1998
- ANTUNES, João Tiago Morais Antunes**, *Do Contrato de Depósito Escrow*, Coimbra, Almedina, 2007
- ANTUNES, José Engrácia**, *Os Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2009
- *Os Títulos de Crédito. Uma Introdução*, Coimbra, Coimbra Editora, 2009
- *Direito dos Contratos Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2009
- “Os Usos e o Costumes no Direito Comercial – Algumas Breves Reflexões”, *Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 215 ss.
- “O estabelecimento individual de responsabilidade limitada: crónica de uma morte anunciada”, RFDP, 2006—III, pp. 401 ss.
- *Os Grupos de Sociedades*, 2.^a ed., Coimbra, Almedina, 2002
- *A Aquisição Tendente ao Domínio Total – Da Sua Constitucionalidade*, Coimbra, Coimbra Editora, 2001
- APATHY, Peter**, “Die Treuhand aus rechtshistorischer Sicht”, *Die Treuhandsgeschäft*, Wien, 1995, pp. 1 ss.

ASCENSÃO, José de Oliveira, “Insolvência: efeitos sobre os negócios em curso”, Themis, 2005 (edição especial), pp. 105 ss.

— *O Direito. Introdução e Teoria Geral*, 13.^a ed., Coimbra, Almedina, 2005

— “A Protecção do investidor”, DirVM, vol. IV, Coimbra, Almedina, 2003, pp. 13 ss.

— *Direito Civil – Teoria Geral (Relações e Situações Jurídicas)*, vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2002

— “O actual conceito de valor mobiliário”, DirVM, vol. III, 2001, pp. 37 ss.

— “As acções”, DirVM, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pp. 64 ss.

— *Direito Civil – Sucessões*, 5.^a ed. (rev.), Coimbra, Coimbra Editora, 2000

— “A celebração de Negócios em Bolsa”, DirVM, vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 1999, pp. 177 ss.

— *Direito Comercial – Institutos Gerais*, vol. I, 1998/99, Lisboa

— “Estabelecimento Comercial e Estabelecimento Individual de Responsabilidade Limitada”, *Novas Perspectivas do Direito Comercial*, Coimbra, Almedina, 1988, pp. 35 ss.

— “O Estabelecimento Individual de Responsabilidade Limitada ou o Falido Rico”, *ODir.*, 1988, pp. 17 ss

— “Valor Mobiliário e título de crédito”, DVM, Lisboa, Lex, 1997, pp. 27 ss.

— *Direito Civil – Reais*, 5.^a ed. (rev. e amp.), Coimbra, Coimbra Editora, 1993

— *A Tipicidade dos Direitos Reais*, Lisboa, Livraria Petrony, 1968

— “Observações ao projecto de Código Civil”, sep., RDES, XIII (1966), pp. 243 ss.

— *As Relações Jurídicas Reais*, Lisboa, Morais, 1962

ASSFALG, Dieter, “Der Schutz des Treuhandbegünstigten gegen abredewidrige Verfügungen des Treuhänders in rechtsvergleichender Sicht”, NJW, 1970, pp. 1902 ss.

— *Die Behandlung von Treugut im Konkurse des Treuhänders, Rechtsvergleichende Studie zur Grenzbereinigung zwischen Schuld—und Treuhandverhältnis*, Berlin, De Gruyter, 1960

— “Wirtschaftliches Eigentum als Rechtsbegriff”, NJW, 1963, pp. 1582 ss.

ASSMAN, Heinz-Dieter, “Interessenkonflikte aufgrund von Zuwendungen”, ZBB, 2008, pp. 21 ss.

ASSMAN, Heinz-Dieter / SCHNEIDER, Uwe H., *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, 5.^a ed., Köln, Otto Schmidt, 2009

ASSMAN, Heinz-Dieter / PÖTZSCH, Thorsten / SCHNEIDER, Uwe H., *Wertpapiererwerbs—und Übernahmegesetz*, Köln, Otto Schmidt, 2005

ANDREOLI, Edoardo, *Il trust nella prassi bancaria e finanziaria*, Padova, Cedam, 1998

ASMUS, Wolfgang, *Dogmengeschichtlichen Grundlagen der Treuhand. Eine Untersuchung zur romanistischen und germanistischen Treuhandlehre*, Frankfurt am Main, Lang, 1977

AUBRY, Charles / RAU, Charles, *Cours de Droit Civil Français (D’après la méthode de Zachariae)*, 5.^a ed. (rev. E. Martin), Paris, Marchal et Billard, 1917

- AUCKENTHALER, Franck**, *Droit des Marchés de Capitaux*, Paris, LGDJ, 2004
- AURELIANO, Nuno**, *O risco nos Contratos de Alienação. Contributo para o estudo do direito privado português*, Coimbra, Almedina, 2009
- AUSTEN-PETERS, A.O.**, *Custody of Investments: Law and Practice*, Oxford, OUP, 2000
- ÁVILA, Humberto**, *Teoria dos Princípios Jurídicos: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*, 4.^a ed., São Paulo, Malheiros, 2004
- BALDINI, Gianni**, “Interposizione gestoria e strumenti di tutela dell’ interponente: civil law e common law a confronto”, *Mandato Fiducia e Trust – Esperienze a confronto*, org. ALCARO/TOMMASINI, Milano, Giuffrè, pp. 131 ss.
- BALZER, Peter**, *Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute*, München, Beck, 1999
- BAMBERGER, Heinz Georg / ROTH, Herbert**, *Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, vol. 1, 2.^a ed., München, Beck, 2007
- BAUMBACH, Adolf / HOPT, Klaus J.**, *Handelsgesetzbuch*, 33.^a ed., München, Beck, 2008
- BAUMBACH, Adolf / LAUTERBACH, Wolfgang / ALBERS, Jan / HARTMANN, Peter**, *Zivilprozessordnung*, vol. 1, 66.^a ed., München, Verlag, 2008
- BAUMS, Theodor / SAUTER, Maïke**, “Anschleichen an Übernahmeziele mit Hilfe von Aktienderivaten”, *ZHR*, 173, 2009, pp. 454 ss.
- BAUR, Jürgen / STÜRNER, Rolf**, *Sachenrecht*, 17.^a ed., München, Beck, 1999
- BAILEY, S.H. / GUNN, M.J.**, *Smith and Bailey on the Modern English Legal System*, 3.^a ed., London, Sweet & Maxwell, 1996
- BARBERO, Domenico**, *Sistema istituzionale del diritto privato italiano*, vol. II, 6.^a ed., Torino, 1962
- BARBIERA, Lelio**, “Responsabilità patrimoniale”, *Commentario al codice civile*, org. SCHLESINGER, Milano, 1991, pp. 3 ss.
- *Garanzia del credito e autonomia privata*, Napoli, Jovene, 1971
- BEDOJNI, Carla Rabitti**, “L’interposizione di persona nel mercato finanziario”, *I Trusts in Italia oggi*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 257 ss.
- BEILSTEIN, Werner**, *Die Beziehungen zwischen SchKG 201, 202 und OR 401*, Zurich, 1977
- BELLIVIER**, “Brinz et la réception de sa théorie du patrimoine en France”, *La Science juridique française et la Science juridique allemande de 1870 à 1915*, Strasbourg, 1997, pp. 165 ss.
- BENICKE, Christoph**, *Wertpapiervermögensverwaltung*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2006
- BENJAMIN, Joanna**, *Financial Law*, Oxford, Oxford University Press, 2007
- *Interests in Securities – A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford/New York, Oxford University Press, 2000
- BERNASCONI, Christophe**, The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems, 2000, disponível em www.hcch.net
- BEUTHIEN, Volker**, “Treuhand an Gesellschaftsanteilen”, *ZGR*, n.º 3, pp. 26 ss.
- BETTI, Emilio**, *Teoria generale delle obbligazioni*, vol. II, Milano, Giuffrè, 1953

- BIANCA, Mirzia**, “Atto negoziale di destinazione e separazione”, *I patrimoni separati fra tradizione e innovazione*, org. TONDO, Torino, Giappichelli, 2007, pp. 151 ss.
- “Novità e continuità dell’atto negoziale di destinazione”, *La trascrizione dell’atto negoziale di destinazione. L’art. 2645—ter del codice civile*, org. BIANCA, Milano, Giuffrè, 2007, pp. 29 ss.
- *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, Cedam, 1996
- BIGLIAZZI-GERI, Lina**, “A proposito di patrimonio autonomo e separato”, *Scritti in onore di Rescigno*, vol. II (Diritto Privato), Milano, 1998, pp. 105 ss.
- “Patrimonio autonomo e separato”, *Enc.Dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982, pp. 280 ss.
- BIRKS, Peter**, *Unjust Enrichment*, Oxford, Oxford University Press, 2005
- “Definition and Division: A Meditation on Institutes 3.13”, *The Classification of Obligations*, Oxford, Clarendon Press, 1997, pp. 1 ss.
- “Trusts in the recovery of misapplied assets: tracing, trusts, and restitution”, *Commercial Aspects of Trusts and Fiduciary Obligations*, org. MCKENDRICK, Oxford, 1992, pp. 149 ss.
- BITTER, Georg**, *Rechtsträgerschaft für fremde Rechnung*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2006
- BJERRE, Carl S. / ROCKS, Sandra M.**, *The ABC of the UCC: Article 8, Investment Securities*, 2.^a ed., 2004
- BLAIR, Michael / WALKER, George / PURVES, Robert**, *Financial Services Law*, Oxford, 2009
- BLAUROCK, Uwe**, “Les Opérations Fiduciaires en Droit Allemand”, *Les Opérations Fiduciaires (pratiques, validité, régime juridique des plusieurs pays européens et dans le commerce international)*, Paris, LCDG, 1985, pp. 223 ss.
- *Unterbeteiligung und Treuhand an Gesellschaftsanteilen – Formen mittelbarer an Gesellschaftsverhältnissen*, Baden—Baden, Nomos, 1981
- BLIESENER, Dirk H.**, *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten Beim Wertpapierhandel (Schriftenreihe Der Bankrechtlichen Vereinigung)*, de Gruyter, 1998
- BOBBIO, Norberto**, *Contributi ad un dizionario giuridico*, Torino, G. Giappichelli Editori, 1994
- BÖHM, Klaus Rudolf**, *Auslegung und systematische Einordnung des § 392 Abs. 2 HGB: Zum Verhältnis von Analogie und Fiktion bei mittelbarer Stellvertretung*, Berlin, Duncker & Humblot, 1971
- BOLGÁR, Vera**, “Why no Trusts in the Civil Law”, *AJCompL*, 2, 1953, pp. 208 ss.
- BONELLI, Gustavo**, “La teoria della persona giuridica”, *Riv. dir. civ.*, 1910, pp. 593 ss.
- BONFATTI, Sido**, “L’accertamento del passivo e il regime dei riparti di liquidazione”, *Procedure di gestione delle crisi degli intermediari finanziari*, Banca d’Italia, 2000, pp. 111 ss.
- BONTENPI, Paolo**, *Diritto Bancario e Finanziario*, 3.^a ed., Milano, Giuffrè, 2009
- BORGES, Sofia Leite**, “O Conflito de Interesses na Intermediação Financeira”, *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro. Um balance a partir da Crise Financeira*, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 316 ss.
- BORK, Reinhard**, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Gesetzbuchs*, 2.^a ed., Tübingen, Mohr Siebeck, 2006

- BORNET, J.-P.**, “Portage: le point de vue d’un banquier”, *RevBanque*, 1993, pp. 74 ss.
- BOUTEILLE, Magali**, *Les propriétés conditionnelles*, Aix-en-Provence, PUAM, 2008
- BOZZA, G.**, “Diritti mobiliari dei terzi nel fallimento (accertamento del)”, *Dig. disc. priv.* (Agg. 2000), pp. 223 ss.
- BRANCADORO, Gianluca**, “Diritti sugli strumenti finanziari e disciplina del concorso”, *Procedure di gestione delle crisi degli intermediari finanziari*, Banca d’Italia, 2000, pp. 197 ss.
- BRIGGS, Adrian**, “Note on *Webb v Webb*”, *LQR*, n.º 110, 1994, pp. 526 ss.
- BRINK, Ulrich**, *Rechtsbeziehungen und Rechtsübertragung im nationalen und internationalen Effektingiroverkehr*, Berlin, Duncker & Humblot, 1976
- BRINKMAN, Moritz**, §47, *Insolvenzordnung* — *WILHELM UHLENBRUCK*, München, Franz Vahlen, 2010
- BRINZ, Alois**, *Lerbuch der Pandekten*, III, Leipzig, 1889
— *Lerbuch der Pandekten*, I, Leipzig, 1884
- BRITO, Maria Helena**, “A Convenção da Haia sobre a lei aplicável a certos direitos respeitantes a valores mobiliários depositados num intermediário”, *DirVM*, vol. V, 2004, pp. 91 ss.
— “Sobre a aplicação no espaço do novo Código dos Valores Mobiliários”, *CadMVM*, n.º 7, 2000, pp. 49 ss.
- BRITO, Miguel Nogueira de**, *A Justificação da Propriedade Privada numa Democracia Constitucional*, Coimbra, Almedina, 2008
- BROGGINI, Gerardo**, “Il trust nel diritto internazionale privato italiano”, *I Trusts in Italia oggi*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 11 ss.
- BUJAN, António Fernández de**, *Derecho Privado Romano*, 2.ª ed., Madrid, Iustel, 2009
- BYDLINSKI, Franz**, *Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff*, Wien, Springer, 1982
- CABALLERO GERMAIN, GUILLERMO**, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, Madrid, Civitas, 2010
- CABRAL, Rita Amaral**, “A tutela delitual do direito de crédito”, *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Manuel Gomes da Silva*, vol. I, Coimbra, 2001, pp. 1025 ss
- BLANCO CACHÓN, José Enrique**, “El Contrato de Prestamo de Valores Negociables (Especialmente, Acciones Cotizadas en Bolsa)”, *Estudios Juridicos en Homenaje al Professor Aurelio Menendez*, vol. III, org. IGLESIAS PRADA, Madrid, Civitas, 1996, pp. 3163 ss.
- CAHN, Andreas / OSTLER, Nicolas**, “Eigene Aktien und Wertpapierleihe”, *AG*, 2008, pp. 221 ss.
- CALHEIROS, Maria Clara**, *O contrato de swap*, Coimbra, Coimbra Editora, 2000
- CALVO, Roberto**, “La tutela dei beneficiari nel «trust» interno”, *RTDPC*, 1998, n.º 1, pp. 33 ss.
— *La proprietà del mandatario*, Padova, CEDAM, 1996
- CÂMARA, Paulo**, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2011

- “A Operação de Titularização de Créditos”, *A Titularização de Créditos*, Lisboa, Banco de Portugal, 2000, pp. 65 ss.
- “Emissão e subscrição de valores mobiliários”, DVM, Lisboa, Lex, 1997, pp. 201 ss.
- CAMPOBASSO, G.F.**, *Diritto Commerciale*, vol. 3, Torino, 1997
- CAMPOS, Diogo Leite de / MONTEIRO, Manuel**, *Titularização de Créditos, anotações ao decreto-lei n.º 453/99, de 5/11*, Coimbra, Almedina, 2001
- CANARIS, Claus-Wilhelm**, *Handelsrecht*, 24.^a ed., München, Beck, 2006
- “Funktion, Struktur und Falsifikation juristischer Theorien”, JZ, 1993, pp. 377 ss.
- *Pensamento Sistemático e Conceito de Sistema na Ciência do Direito*, trad. MENEZES CORDEIRO, Lisboa, FCG, 1989
- STAUB/HGB: *Bankvertragsrecht (Erster Teil)*, 4.^a ed., 1988
- “Die Verdinglichung obligatorischer Rechte”, *Festschrift für Werner Flume zum 70. Geburtstag*, vol. I, Köln, 1978, pp. 371 ss.
- “Inhaberschaft und Verfügungsbefugnis bei Bankkonten”, NJW, 1973, pp. 825 ss.
- “De la manière de constater et de combler les lacunes de la loi en droit allemand”, *Logique et analyse*, 1966, pp. 161 ss.
- CANEPA, A. / MORELLO, Umberto**, “Introduzione. Il negozio fiduciario”, *I Valore Mobiliari*, org. ALPA, Padova, CEDAM, pp. 209 ss.
- CANOTILHO, J. J. Gomes**, *Constituição dirigente e vinculação do legislador: contributo para a compreensão das normas constitucionais programáticas*, 2.^a ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2001
- CANOTILHO, J. J. Gomes / MOREIRA, Vital**, *Constituição da República Portuguesa Anotada*, vol. I, 4.^a ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2011
- CAPOLINO, Olinia / COSCIA, Giovanna / GALANTI, Enrico**, “La crisi delle banche e delle imprese finanziarie”, *Diritto delle banche e degli intermediary finanziari*, org. GALANTI, Cedam, 2008, pp. 873 ss.
- CARIOTA FERRARA, Luigi**, *I Negozi fiduciari*, Padova, 1933
- CARINGELLA, Francesco**, *Corso di Diritto Amministrativo*, t. I, 2.^a ed., Milano, Giuffrè, 2003
- CARMIGNANI, S.**, “La gestione accentrata di strumenti finanziari”, *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, org. GRIFFI/SANDULLI/SANTORO, Torino, 1999, pp. 469 ss.
- CARRARO, Luigi**, “Il trasferimento della proprietà nel mandato ad acquistare mobili”, *Dir. e giur.*, 1946, pp. 248 ss.
- CARNEVALI, Ugo**, “Negozio giuridico, III – Negozio fiduciario (voce)”, *Enc. Giur.*, vol. XX, Roma, 1990
- “Intestazione fiduciaria”, *DizDP*, vol. I, 1980, pp. 455 ss.
- CAROL, Ubaldo Nieto**, “Prestamo e Deposito sobre Acciones”, *Contratos Sobre Acciones*, Madrid, Civitas, 1994, pp. 673 ss.
- CARRIÈRE, Paolo**, *Le operazioni di portage azionario – Tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Milano, Giuffrè, 2008

CARVALHO, Jorge Morais, “Transmissão da propriedade e transferência do risco na compra e venda de coisas genéricas”, *Themis*, ano VI (2005), n.º 11, pp. 19 ss.

CARVALHO, Orlando de, *Direito das coisas*, Coimbra, 1977

— *Negócio jurídico indirecto (teoria geral)*, BFDUC (supl. X), 1952

CASCANTE, Christian / TOPF, Cornelia, “Auf leisen Sohlen? Stakebuilding bei der börsennotieren AG”, AG, 2009, pp. 54 ss.

CASEY, Jean-Pierre/LANNOO, Karel, *The MiFID Revolution*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009

CASSESE, Sabino, *Le Basi del Diritto Amministrativo*, 4.^a ed., Milano, Garzanti, 1997

CASTAGNOLA, Angelo, *Le rivendiche mobiliari nel fallimento*, Milano, Giuffrè, 1996

CASTELLANI, Enrico, “L’operatività della compensazione nei rapporti tra intermediari finanziari internazionali”, *Procedure di gestione delle crisi degli intermediari finanziari*, Banca d’Italia, 2000, pp. 39 ss.

CASTRO, Carlos Osório de, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, *CadMVM*, n.º 7, 2000, pp. 161 ss.

— *Valores Mobiliários – Conceito e Espécies*, 2.^a ed., Porto, Universidade Católica Portuguesa, 1998

CASTRONOVO, Carlo, “Trust e diritto civile italiano”, *Vita notariale*, 1998, pp. 1323 ss

— “Il trust e sostiene Lupoi”, *Europa e diritto privato*, 1998, pp. 441 ss.

CATARINO, Luis Guilherme, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros: fundamento e limites do governo e jurisdição das autoridades independentes*, Coimbra, Almedina, 2010

CATTANEO, Michele, “Mandato e trust nell’attività fiduciaria”, *I Trusts in Italia oggi*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 249 ss.

CENDON, Paolo, *Commentario al Codice Civile (artt. 1173—1654)*, vol. IV, org. CENDON, Torino, UTET, pp. 1034 ss.

CERA, M., “Note minime su confusione dei patrimoni e parità di trattamento dei clienti nell’insolvenza dell’intermediario finanziario”, *Procedure di gestione delle crisi degli intermediari finanziari*, Banca d’Italia, 2000, pp. 206 ss.

CHEREDNYCHENKO, Olha O., “European Securities Regulation, Private Law and the Investment Firm—Client Relationship”, *ERPL*, vol. 17, 2009—5, pp. 925 ss.

CHIASSONE, Pierluigi, *Tecnica dell’interpretazione giuridica*, Bologna, il Mulino, 2007

CHIO, G. Di, “Gestione fiduciaria di patrimoni mobiliari e servizi di investimento”, *La riforma dei mercati finanziari*, org. FERRARINI/MARCHETTI, Roma/Milano, 1998, pp. 173 ss.

COELHO, M. Ângela, “A Limitação da Responsabilidade do Comerciante em Nome Individual”, *RDE*, 1980/1981, pp. 3 ss.

COFFEE, John C., *Convergence and its Critics: What are the Preconditions to the Separation of Ownership and Control?*, September 2000, Columbia Law and Economics Working Paper No. 179, disponível em <http://ssrn.com/abstract=241782>

COING, Helmut, “Die ‘Aufbewahrung’ von Wertpapieren im Ausland als Treuhandgeschäft”, WM, 1977, pp. 466 ss.

— “Bemerkung zum Treuhandkonto im Deutschen Recht”, *Festschrift für Ernst J. Cohn zum 70 Geburtstag*, Heidelberg, Recht und Wirtschaft, 1975, pp. 23 ss.

— “Publizität und Außenwirkung bei der Treuhand. Zu BGHZ 61, s. 72”, *Recht und Wirtschaft in Geschichte und Gegenwart — Festschrift für Johanner Bärmann zum 70. Geburtstag*, München, 1975, pp. 203 ss.

— *Die Treuhand kraft privaten Rechtsgeschäfts*, Beck, München, 1973

— “Rechtsformen der privaten Vermögensverwaltung, insbesondere durch Banken, in USA und Deutschland”, AcP, 1967, pp. 99 ss.

COLAGROSSO, Enrico, *Diritto Bancário (Soggetti – Titoli – Negozi Giuridici)*, Roma, Casa. Ed. Stamperia Nazionale, 1947

COLLAÇO, Isabel Magalhães, “Da Legitimidade”, BMJ, n.º 10, pp. 20 ss.

COOTER, ROBERT / FREEDMAN, BRADLEY, “The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences”, NYUnivLR, n.º 66, 1991, pp. 1045 ss.

CORDEIRO, António de Menezes, *Manual de Direito Bancário*, 4.ª ed., Coimbra, Almedina, 2010

— “Novas regras sobre assembleias gerais: a reforma de 2010”, *Revista de Direito das Sociedades*, 2010, 1/2, pp. 11 ss.

— *Tratado de Direito Civil Português, Direito das Obrigações*, t. IV, Coimbra, Almedina, 2010

— *Tratado de Direito Civil Português, Direito das Obrigações*, t. II, Coimbra, Almedina, 2010

— “Eficácia externa: novas reflexões”, *ODir.*, 2009—IV, pp. 779 ss.

— “Eficácia Externa dos créditos e abuso do direito”, *ODir.*, 2009—I, pp. 29 ss.

— *Manual de Direito Comercial*, 2.ª ed. (reimp.), Almedina, Coimbra, 2009

— *Tratado de Direito Civil Português, Direito das Obrigações*, t. I, Coimbra, Almedina, 2009

— *Tratado de Direito Civil Português, Parte Geral*, t. II, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2009

— *Tratado de Direito Civil Português, Parte Geral*, t. IV, Coimbra, Almedina, 2007

— *SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais*, Coimbra, Almedina, 2006

— *Da Compensação no Direito Civil e no Direito Bancário*, Coimbra, Almedina, 2005

— *Direitos Reais (sumários)*, Lisboa, AAFDL, 1998

— “Do Reporte: Subsídios para o Regime Jurídico do Mercado de Capitais e da Concessão de Crédito”, *Banca, Bolsa e Crédito – Estudos de Direito Comercial e de Direito da Economia*, vol. I, Coimbra, Almedina, 1990, pp. 167 ss.

— *Da Boa fé no Direito Civil*, Coimbra, Almedina, 1984

— *Direito das Obrigações*, vol. I, Lisboa, AAFDL, 1980

- “A Constituição Patrimonial Privada”, *Estudos sobre a Constituição*, org. J. MIRANDA, vol. III, Lisboa, 1979, pp. 365 ss.
- CORREIA, António Ferrer**, “A Autnomia Patrimonial como Pressuposto da Personalidade Jurídica”, *Estudos Vários de Direito*, Coimbra, Universidade de Coimbra, 1982, pp. 547 ss. [texto originalmente publicado na RLJ, n.º 115]
- “Da responsabilidade do terceiro que coopera com o devedor na violação de um pacto de preferência”, RLJ, n.º 98, 1965, pp. 355 ss.
- CORTE-REAL, Carlos Pamplona**, *Direito da Família e das Sucessões*, vol. II, Lex, Lisboa, 1993
- COSTA, Mário Júlio de Almeida**, *Direito das Obrigações*, 12.ª ed., Coimbra, Almedina, 2009
- COSTANZA, Maria**, *Il contratto atípico*, Milano, Giuffrè, 1981
- “Numerus causus dei diritti reali e autonomia contrattuale”, *Studi in onore di Cerase Grasseti*, vol. I, Milano, Giuffrè, 1980, pp. 423 ss.
- COX, James D./HAZEN, Thomas Lee**, *On Corporations*, Aspen, 2003
- CRANSTON, Ross**, “Banking and Investment Services: Implications of the New Financial Landscape”, *European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond*, org. FERRARINI, London, Kluwer Law International, 1998, pp. 45 ss.
- CRISTAS, Maria da Assunção Oliveira**, *Trasmisção contratual do direito de crédito. Do carácter real do direito de crédito*, Coimbra, Almedina, 2005
- “Exoneração do devedor pelo passivo restante”, *Themis*, 2005 (edição especial), pp. 165 ss.
- CRISTAS, Maria da Assunção Oliveira / GOUVEIA, Mariana**, “Transmissão de propriedade de coisas móveis e contrato de compra e venda”, *Transmissão de propriedade e contrato*, Coimbra, Almedina, 2001
- CUNHA, Paulo**, *Da garantia nas obrigações (apontamentos das aulas de Direito Civil do 5.º Ano da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa pelo aluno Eudoro Pamplona Côte—Real)*, Lisboa, 1938—1939
- *Do património: estudo de direito privado*, Lisboa, Minerva, 1934
- “O património do devedor é a garantia comum dos credores. — Os credores teem o poder virtual de execução sôbre o património do devedor”, *ODir*, pp. 98 ss.
- CUNHA, Paulo Olavo**, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4.ª ed., Coimbra, Almedina, 2010
- *Lições de Direito Comercial*, Coimbra, Almedina, 2010
- *Cheque e convenção de cheque*, Coimbra, Almedina, 2009
- CURA, António Vieira**, “Fiducia cum creditore (aspectos gerais)”, sep., BFDUC (supl. vol. XXXIV), Coimbra, 1990
- D’ALESSANDRO, Floriano**, “Dissesto di intermediário mobiliare e tutela dei clienti”, *Giur. Comm*, 1997, I, pp. 465
- D’ESPINOSA, Bianchi**, “I Contrattiti di Borsa. Il Riporto”, *Tratatto de Diritto Civile e Commerciale*, org. CICU/MESSINEO, vol. XXXV, t. 2, Milano, Giuffrè, 1969, pp. 513 ss.
- DABIN, L.**, “La dématérialisation et la circulation scripturale des valeurs mobilières dans le cadre des marchés financiers”, *RIDE*, 1997, n.º 3, pp. 292 ss.

- DAUNER-LIEB, Barbara**, *Unternehmen in Sondervermögen – Haftung und Haftungsbeschränkung: Zugleich ein Beitrag zum Unternehmen im Erbgang*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1998
- DAVID, René**, *Les grands systèmes de droit contemporains*, 10.^a ed., Paris, Éditions Dalloz, 2002
- DAVIES, Paul L.**, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, London, Sweet & Maxwell, 8.^a ed., 2008
- D'ESPINOSA, Luigi Bianchi**, "I Contrattati di Borsa. Il Riporto", *Tratatto de Diritto Civile e Commerciale*, org. CICU/MESSINEO, vol. XXXV, t. 2, Milano, Giuffrè, 1969
- DE ANGELIS, Lorenzo**, "Trust e fiducia nell'ordinamento italiano", *Riv. dir. civ.*, 1999, II, pp. 353 ss.
- "Fiduciaria (Società)", *Dig. disc. priv.*, vol. IV, 1989
- DECKER, Ernst / KÜMPEL, Siegfried**, *Das Depotgeschäft*, Bank—Verlag Medien, Köln, 2007
- DERHAM, Rory**, *The Law of Set—Off*, 3.^a ed., Oxford, Oxford University Press, 2003
- "Set—off against an assignee: the relevance of marshalling contribution and subrogation", *LQR*, n.^o 107, 1991, pp. 126 ss.
- DESDENTADO DAROCA, Eva**, *La crisis de identidad del derecho administrativo: privatización, huida de la regulación pública y administraciones independientes*, Valencia, Tirant lo Blanch, 1999
- DI ROSA, Giovanni**, *Rappresentanza e gestione – Forma giuridica e realtà economica*, Milano, Giuffrè, 1997
- DI SABATO, F.**, "Sui patrimonio dedicati nella riforma societaria", *Le Società*, 2002—6, pp. 665 ss.
- DIALTI, Francesco**, "Equity swaps e obblighi di disclosure", *DirCommInt.*, 2006—2, pp. 429 ss.
- DIAS, Joana Forte Pereira**, "Contributo para o estudo dos actuais paradigmas de cláusulas de garantia e/ou segurança: a *Pari Passu*, a *Negative Pledge* e a *Cross Default*", *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. Novos Estudos de Direito Privado*, vol. IV, 2003, Coimbra, Almedina, pp. 827 ss.
- DIEHLE, Heinrich**, *Rechtsträgerschaft für fremde Rechnung und Schadenseintritt beim Dritten: Zur Drittschadensliquidation bei Treuhand und mittelbarer Stellvertretung*, 1969
- DÍEZ-PICADO, Luis**, *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, vol. II, 6.^a ed., Navarra, Aranzadi, 2008
- DIURNI, Giovanni**, "Fiducia e negozio fiduciario (storia)", *Dig. dis. priv., sez. civ.*, vol. VII, Torino, 1992, pp. 291 ss.
- DÖBEREINER, Stephan**, *Die Restschuldbefreiung nach der Insolvenzordnung*, Bielefeld, Giesecking, 1997
- DÖLLE, Hans**, "Neutrales Handeln im Privatrecht: Ein Beitrag zur Lehre von der Stellvertretung", *Festschrift für Fritz Schulz*, vol. II, Weimar, Hermann Böhlaus Nachfolger, 1952, pp. 268 ss.

- DONALD, David C.**, “The Rise and Effects of the Indirect Holding System – How Corporate América Ceded its Shareholders to Intermediaries”, 2007, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1017206>
- DONG Anseheng / HAN Liyu**, “How Law Reform Enhances trading on the Chinese Capital Market”, ULR, vol. X, 2005—1/2, pp. 225 ss.
- DORIA, Giovanni**, “Il patrimonio finalizzato”, Riv. dir. civ., 2007—4, pp. 485 ss.
- DRESSLER, Rainer**, *Die entsprechende Anwendung handelsrechtlicher Normen auf Nichtkaufleute am Beispiel des § 392 Abs. 2 HGB: Ein Beitrag zur Methode der Analogie*, Schön, München, 1968
- DROBNIG, Ulrich**, “Dokumenteloser Effektenverkehr”, *Abschied Vom Wertpapier?*, K. Kreuzer, 1988, pp. 11 ss.
- “Vergleichende und kollisionsrechtliche Probleme der Girosammelverwahrung von Wertpapieren im Verhältnis Deutschland—Frankreich”, *Festschrift für Konrad Zweigert*, Tübingen, 1981, pp. 73 ss
- DRUMMOND, France**, “Les titres intermédiés — Regard sur un nouveau concept du droit financier”, *Etudes de Droit privé. Mélanges offerts à Paul Didier*, Economica, 2008, pp. 435 ss.
- “Intermediated securities: reflections on a new concept in French financial markets law”, LFM, 2007, pp. 147 ss.
- DUARTE, Rui Pinto**, *Curso de Direitos Reais*, 2.^a ed., Estoril, Principia, 2007
- “Uma Introdução ao Direito Comparado”, *ODir.*, 138.^o, IV, 2006, pp. 769 ss.
- *Escritos sobre “Leasing” e “Factoring”*, Cascais, Principia, 2001
- “Contratos de Intermediação Financeira no Código dos Valores Mobiliários”, CadMVM, n.^o 7, 2000, pp. 352 ss.
- *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Coimbra, Almedina, 2000
- *A locação financeira (Estudo jurídico do leasing financeiro)*, Lisboa, Ed. Danúbio, 1983
- DULCKEIT, Gerhard**, *Die Verdinglichung obligatorischer Rechte*, Tübingen, Mohr, 1951
- DUNAND, Jean-Philippe**, *Le transfert fiduciaire: “donner pour reprendre”: mancipio dare ut remancipetur. Analyse historique et comparatiste de la fiducie—gestion*, Bâle, Helbing & Lichtenhahn, 2000
- DURET, Paolo**, “Autorità ed Agenzie e l’Amministrazione in Cammino”, *Autorità indipendenti e Agenzie – Una ricerca giuridica interdisciplinare*, org. CAVALERI/VEDOVE/DURET, Padova, Cedam, 2003, pp. 3 ss.
- DWORKIN, Ronald**, *Taking Rights Seriously*, Cambridge, Harvard University Press, 1977
- EASTERBROOK, Frank H. / FISCHER, Daniel R.**, “Voting in Corporate Law”, J.L. & Econ., n.^o 26, 1983, pp. 395 ss.
- EBENROTH/BOUJONG/JOOST**, *Handelsgesetzbuch*, vol. 2 (§§343—475), München, Beck, 2001
- EGE, Reinhard**, *Das Kollisionsrecht der indirekt gehaltenen Wertpapiere*, Berlin, De Gruyter, 2006

- EGIZIANO, Luca**, *Separazione Patrimoniale e tutela dei creditori – I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, C. Giappichelli Editore, Torino, 2009
- EICHNER, Mark**: *Die Rechtsstellung von Treugebern und Begünstigten aus Trust und Treuhand: unter besonderer Berücksichtigung des Haager Trust Übereinkommens und des Aussonderungsanspruchs*, Basel, Helbing Lichtenhahn, 2007
- EINSELE, Dorothee**, *Bank— und Kapitalmarktrecht (National und Internationale Bankgeschäfte)*, 2006, Tübingen, Mohr Siebeck
- “Modernising German Law: Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance?”, ULR, vol. X, 2005 —1/2, pp. 251 ss.
- “Segregation of Securities and Insolvency under German Law, *European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond*, org. FERRARINI, London, Kluwer Law International, 1998, pp. 95 ss.
- *Wertpapierrecht als Schuldrecht. Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr*, Tübingen, 1995
- “Inhalt, Schranken und Bedeutung des Offendigkeitsprinzips – unter besonderer Berücksichtigung des Geschäfts für den, den es angeht, der fiduziarischen Treuhand sowie der dinglichen Surrogation”, JZ, 1990, pp. 1005 ss.
- EIRÓ, Vera**, “A transmissão de valores mobiliários – as acções em especial”, Themis, 2005, pp. 145 ss.
- EMMERICH, Hugo**: *Die Sanierung*, Mannheim, Bensheimer, 1930
- ENGLISH, Karl**, *Introdução ao Pensamento Jurídico*, trad. BAPTISTA MACHADO, 7.^a ed., Lisboa, FCG, 1994
- ENNECERUS, Ludwig**, *Derecho Civil (Parte General)*, vol. II, t. I, 13.^a ed. (rev. por HANS CARL NIPPERDEY), trad. B. PÉREZ GONZÁLES / J. ALGUER, Casa Editorial Bosch, Barcelona, 1935
- ENRIQUES, Luca**, “Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID’s Regulatory Services”, *European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond*, org. FERRARINI, London, Kluwer Law International, 1998, pp. 321 ss
- ENRIQUES, Luca / HANSMANN, Henry / KRAAKMAN, Reinier**, “The Basic Governance Structure”, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 2.^a ed., Oxford, OUP, 2009, pp. 55 ss.
- EPIFÂNIO, Maria do Rosário**, *Manual de Direito da Insolvência*, 2.^a ed., Coimbra, Almedina, 2010
- ERBE, Walter**, *Die fiduzia im römischen Recht*, Weimar, 1940
- ERMAN, Bürgerliches Gesetzbuch, vol. I, 12.^a ed., org. H. P. WESTERMANN, Köln, Otto Schmidt, 2008**
- ERP, Sjef Van**, “Comparative Property Law”, *The Oxford Handbook of Comparative Law*, org. REINMAN/ZIMMERMAN, Oxford, Oxford University Press, 2006, pp. 1043 ss.
- ESPINA, D.**, *Las anotaciones en cuenta. Un Nuevo medio de representación d los derechos*, Madrid, Civitas, 1995

- ESSER, Josef**, *Principio y Norma en la Elaboración Jurisprudencial del Derecho Privado*, trad. VALENTE FIOL, Boch Casa Editorial, Barcelona, 1961
- ESSER, Josef / WEYERS, Hans—Leo**, *Schuldrecht – Besonderer Teil: Ein Lehrbruch*, vol. II, 8.^a ed., Heidelberg, C. F. Müller, 2000
- FABRE-MAGAN, Muriel**, “Propriété, patrimoine et lien social”, RTDCiv, 1997, pp. 583 ss.
- FAMA, E.F. / JENSEN, M.C.**, “Agency Problems and residual claims”, J.L. & Econ., n.º 26, 1983, pp. 327 ss.
- FARIA, José LeiteRibeiro de**, *Direito das Obrigações*, vol. II, Coimbra, Almedina, 1990
- FELLMAN, Walter**, “art. 394—406OR — Der einfache Auftrag”, *Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht*, vol. VI/2/4, Bern, Verlag Stämpfli & Cie AG, 1992
- FERNANDES, Luís Carvalho**, *Teoria Geral do Direito Civil*, II, 5.^a ed., Lisboa, Quid Juris, 2010
- “A exoneração do passivo restante na insolvência das pessoas singulares no direito português”, *Colectânea de Estudos sobre a Insolvência*, org. L. CARVALHO FERNANDES / J. LABAREDA, Lisboa, Quid Juris, 2009, pp. 275 ss.
 - *Lições de Direitos Reais*, 6.^a ed., Quid Juris, Lisboa, 2009
 - “A admissibilidade do negócio fiduciário no Direito Português”, *Ars iudicandi / Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor António Castanheira Neves*, vol. II, 2008, pp. 225 ss.
 - *Lições de Direito das Sucessões*, 3.^a ed., Quid Juris, Lisboa, 2008
 - *A conversão dos negócios jurídicos civis*, Quid Juris, Lisboa, 1993
 - *Teoria geral do Direito Civil*, II, 1983
- FERNANDES, Luis Carvalho / LABAREDA, João**, *Código da Insolvência e da Recuperação de empresas Anotado*, reimp., Lisboa, Quid Juris, 2009
- FERRAN, Ellis**, *Building na EU securities market*, Cambridge University Press, 2004
- FERRARA, Francesco**, *Trattato di diritto civile italiano*, vol. I, Roma, 1921
- FERRARA, L. Cariota**, *I negozi fiduciari*, Padova, 1933
- FERRARINI, Guido**, “Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?”, *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010. Unternehmen, Markt und Verantwortung*, Berlin—New York, De Gruyter, 2010, pp. 1803 ss.
- “Prestito titoli e derivati azionari nel governo societário”, *La società per azioni oggi, tradizione, attualità e prospettive*, Milano, 2007, pp. 629 ss.
 - “Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFid): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture”, ERCL, vol. 1, 2005, pp. 19
- FERREIRA, Amadeu José**, *Valores Mobiliários Escriturais – Um novo modo de representação e circulação de direitos*, Coimbra, Almedina, 1997
- *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, Lisboa, 1997
 - “Ordem de Bolsa”, ROA, ano 52, 1992, pp. 467 ss.
- FERREIRA, Fernando Amâncio**, *Curso de Processo de Execução*, 11.^a ed., Coimbra, Almedina, 2009

- FERREIRA, Eduardo Paz**, “Sectores Estratégicos e intervenção do Estado no Mercado de Valores Mobiliários”, *DirVM*, vol. III, Coimbra, Almedina, 2001, pp. 9 ss.
- FERRI Jr., Giuseppe**, “Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento”, *Riv. dir. comm.*, 1992—I, pp. 25 ss.
- FERRO-LUZI, Paolo**, “La disciplina dei patrimoni separati”, *RivSoc.*, 2002, pp. 121 ss.
- FICI, A.**, “Il conflitto di interesse nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari”, *Riv. crit. dir. priv.*, 1997, pp. 303 ss.
- FIGUEIREDO, André**, “A compensação de créditos: estudo comparativo (Direitos português e inglês, princípios Unidroit e Princípios de Direito Europeu dos Contratos”, *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2011, pp. 353 ss.
- “O princípio da proporcionalidade e a sua expansão para o direito privado”, *Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 23 ss.
- “O Poder de Alteração Unilateral nos Contratos Bancários Celebrados com Consumidores”, *Sub Judice*, n.º 39, 2007, pp. 9 ss.
- “A Informação Difundida no Mercado de Valores Mobiliários e os Poderes da CMVM: Uma Nova Dimensão do Direito Administrativo?”, *CadMVM*, n.º 24 (Novembro 2006) — Edição Especial — 15 Anos CMVM, pp. 64 ss.
- FIGUEIREDO, Mário de**, *Contrato de Conta Corrente*, Coimbra, Coimbra Editora, 1923
- FIKENTSCHER, Wolfgang / HEINMANN, Andreas**, *Schuldrecht*, 10.^a ed., De Gruyter, Berlin, 2006
- FIMMANÒ, Francesco**, “Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atípica dei rapporti e responsabilità”, *Società*, 2002, pp. 960 ss.
- FISCH, Jill E.**, “Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Control” *Seattle University Law Review*, n.º 33, 2010, pp. 877 ss.
- FLEISCHER, Holger / BEDKOWSKI, Dorothea**, “Stimmrechtszurechnung zum Treuhänder gemäß § 22 I 1 Nr. 2 WpHG: Ein zivilgerichtlicher Fehlgriff und seine kapitalmarktrechtlichen Folgen”, *DStR*, 2010, pp. 933 ss.
- FLEISCHER, Holger / SCHMOLKE, Klaus Ulrich**, “Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz nach §§21 ff. WpHG und Hidden Ownership”, *ZIP*, 2008, pp. 1501 ss.
- FLETCHER, Ian F.**, *Insolvency in Private International Law: National and International Approaches*, 2.^a ed., Oxford, Oxford University Press, 2005
- FLUME, Werner**, *El negocio jurídico – Parte general del Derecho Civil*, tomo II, 4.^a ed., trad. J.M. MIGUEL GONZÁLEZ / E. GÓMEZ CALLE, Madrid, Fundación Cultural del Notariado, 1998
- FÖEX, Bénédikt**, *Le «numerus clausus» des droits reels en matière mobilière*, Lausanne, Payot, 1987
- FONSECA, Tiago Soares da**, *Do contrato de opção – Esboço de uma teoria geral*, Lisboa, Lex, 2001

- FORTUNATO, Sabino**, “Liquidazione coatta delle Sim e rapporti pendenti: il “Patrimonio separato” della clientela e i relativi atti di amministrazione”, *Procedure di gestione delle crisi degli intermediari finanziari*, Banca d'Italia, 2000, pp. 25 ss.
- FRANKEL, Tamar**, “The New Financial Assets: Separating Ownership from Control”, *Seattle Law Review*, n.º 33, 2010, pp. 931 ss.
- FRATCHER, William F.**, “Trsust”, *International Encyclopedia of Comparative Law*, vol. VI, cap. 11, 1973
- FREEMAN, Jody**, “The Private Role in Public Governance”, *NYUnivLR.*, vol. 75, 2000, pp. 543 ss.
- FREITAS, José Lebre de**, *A Acção Executiva – Depois da Reforma*, 5.^a ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2009
- FRISON-ROCHE, Marie-Anne / TERRÉ-FORNACCIARI, Dominique**, “Quelques remarques sur le droit de propriété”, *Vocabulaire fondamental du droit*, Archives de Philosophie du Droit, t. 35, 1990, pp. 233 ss.
- FRY, Eduard**, *A Treatise on the Specific Performance of Contracts*, London, Butterworths, 1985
- FUCHS, Andreas**, *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG): Kommentar*, München, Beck, 2009
- FURGIUELE, Giovanni**, “La fiducia e il problema dei limiti del sistema”, *Mandato Fiducia e Trust – Esperienze a confronto*, org. F. ALCARO / R. TOMMASINI, Milano, Giuffrè Editore, pp. 7 ss.
- GABRIELLI, Giovanni**, “Vincoli de destinazione importanti separazione patrimoniale e pubblicità nei registri immobiliari”, *Riv. dir. civ.*, 2007—3, pp. 321 ss.
- GAGGERO, Paolo**, “Art. 22.”, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, I, org. ALPA/CAPRIGLIONE, Cedam, 1998, pp. 233 ss.
- GALGANO, Francesco**, “La fiducia romanistica”, *Atlante di diritto comparato*, Bologna, 1992, pp. 181 ss.
- “Il negozio giuridico”, *Trattato di diritto civile e commerciale*, org. CICU/MESSINEO/MENGONI, Milano, 1988
- GAMBARO, Antonio**, “Appunti sulla proprietà nell'interesse altrui”, *Trusts e attività fiduciarie*, 2007, pp. 169 ss.
- “Segregazione e Unità del patrimonio”, *Trust e attività fiduciarie*, 2000, pp. 155 ss.
- “I trusts e l'evoluzione del diritto di proprietà”, *I Trusts in Italia oggi*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 57 ss.
- *Il diritto di proprietà*, *Trattato di diritto civile e commerciale*, org. CICU/MESSINEO, tomo VIII, Milano, 1995
- “Trusts”, *Dig. dis. priv., sez. civ.*, XIX, Torino, 1994, pp. 449 ss.
- “La Proprietà”, *Tratto di diritto privato*, org. IUDICA/ZATTI, vol. I, Milano
- GANTER, Hans Gerhard**, “Die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zu Treuhandkonto in the Insolvenz des Treuhänders”, *Verschuldung, Haftung, Vollstreckung, Insolvenz: Festschrift für GERHART KREFT zum 65. Geburtstag*, Recklinghausen, ZAP, 2004, pp. 251 ss.

- GARCIA DE DUEÑAS, Alfonso Martínez-Echevarria**, *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco / GÓMEZ-SANCHA, Ignacio**, “Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador supranacional”, *RDMV*, 2007—1, pp. 75 ss.
- “Los trabajos de UNIDROIT sobre valores depositados intermediados”, *AEDIP*, 2005, pp. 1233 ss.
- GARGANTINI, Matteo**, *Identificazione dell’azionista ed esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, 2010, disponível em <http://ssrn.com>.
- GARRIGUES Díaz-Cañabate, Joaquín**, *Negocios fiduciarios en el Derecho Mercantil*, Madrid, Civitas, 1978
- GAUL, Hans Friedhelm**, “Dogmatische Grundlagen und praktische Bedeutung der Drittwiderspruchsklage”, *50 Jahre Bundesgerichtshof: Festgabe aus der Wissenschaft*, org. CANARIS, München, Beck, 2000, pp. 521 ss.
- “Neuere “Verdinglichungs” – Tendenzen zur Rechtsstellung des Sicherungsgebers bei der Sicherungsübereignung”, *Festschrift für Rolf Serick zum 70. Geburtstag*, Heidelberg, Verlag Recht und Wirtschaft, 1992, pp. 105 ss.
- GAUTSCHI, Georg**, “Subrogation und Aussonderung von beweglichem Treuhandvermögen”, *RSJ*, n.º 72, 1976, pp. 317 ss.
- “art. 394—406 OR – Der einfache Auftrag”, *Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht*, VI/2/4, Bern, Verlag Stämpfli & Cie AG, 1971
- “Die Causa fiduziarischer Rechtsübertragungen”, *RSJ*, n.º 63, 1967, pp. 245 ss.
- GAZZONI, Francesco**, *Manuale di diritto privato*, Napoli, Edizione Scientifiche Italiane, 2006
- “Tentativo dell’impossibile (Osservazioni di un giurista «non vivente» su trust e trascrizione”, *Studi in onore di Piero Schlesinger*, vol. II, Milano, Giuffrè, 2004, pp. 895 ss.
- GEIBEL, Stefan**, *Treuhandrecht als Gesellschaftsrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2008
- GEIGER, Martin**, “Asset—Backed Securities”, *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, org. HABERSACK/MÜLBERT/SCHLITT, Köln, Otto Schmidt, pp. 515 ss.
- GÉNY, François**, *Méthode d’interprétation et sources en droit privé positif*, vol I, 2.^a ed., Paris, 1954
- GERNHUBER, Joachim**, “Die fiduziarische Treuhand”, *JuS*, 1988, pp. 355 ss.
- GERSTLE, Leo**, *Das reine Treuhandgeschäft im schweizerischen Privatrecht*, Bern, Verlag von Stämpfli, 1917
- GILSON, Ronald**, “Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function”, *AJCompL*, n.º 49, 2001
- GIOVANOLI, Mário**, “Les opérations fiduciaires au regard du droit suisse: bilan, stratégies et perspectives”, *Droit et pratique des opérations fiduciaires en Suisse*, Lausanne, 1994, pp. 189 ss.
- “Les opérations fiduciaires dans la pratique bancaire suisse”, *La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens*, Paris, Jolly, 1991, pp. 31 ss.

- GIUFFRÉ, Vincenzo**, *L'emersione dei «iura in re aliena» ed il dogma del numero chiuso*, Napoli, 1992
- GOFORTH, Carol**, "Stockbrokers' duties to their costumers", SLR, n.º 22, 1990, pp. 483 ss.
- GOMES, Júlio Manuel Vieira**, *O Conceito de Enriquecimento, o Enriquecimento Forçado e os Vários Paradigmas do Enriquecimento Sem Causa*, Porto, UCP, 1998
- *A Gestão de Negócios. Um instituto jurídico numa encruzilhada*, Coimbra, 1993
- GOMES, Manuel Januário da Costa**, "A esfera de bens impenhoráveis e o status do devedor. Breves Notas", *Estudos de Direito das Garantias*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 275 ss.
- *Assunção Fidejussória de Dívida — Sobre o sentido e o âmbito da vinculação como fiador*, Coimbra, Almedina, 2000
- "Contrato de mandato", *Direito das obrigações. Contratos em especial*, vol. III, org. MENEZES CORDEIRO, Lisboa, AAFDL, 1991, pp. 263 ss.
- *Contrato de Mandato*, Lisboa, AAFDL, 1990
- *Em tema de revogação do mandato civil*, Coimbra, Almedina, 1989
- GOMES, Maria de Fátima Morais**, *O direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Coimbra, Almedina, 2011
- "Contratos de Intermediação Financeira", *Estudos Dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Almeida Costa*, Lisboa, UCP, 2002, pp. 565 ss.
- GÓMEZ-SANCHA, I.**, "Indirect holdings of securities and exercise of shareholder rights (a Spanish perspective)", Cap.MLR, 2008—3, pp. 32 ss.
- "Situación Actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro, compensación e liquidación de valores", *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros Europeos*, 2006, pp. 139 ss.
- GONÇALVES, Luís da Cunha**, *Tratado de Direito Civil*, vol. V, 1932
- *Comentário ao Código Comercial Português*, vol. III, Lisboa, 1918
- *Comentário ao Código Comercial Português*, II, Lisboa, 1916
- GONÇALVES, Marco Carvalho**, *Embargos de terceiro na acção executiva*, Coimbra, Coimbra Editora, 2010
- GONÇALVES, Pedro**, *Entidades privadas com poderes públicos: o exercício de poderes públicos de autoridade por entidades privadas com funções administrativas*, Coimbra, Almedina, 2005
- GOODE, R., / KANDA, H. / KREUZER, K. / BERNASCONI, C.**, *Explanatory Report on the 2002 Hague Securities Convention*, The Hague, Martinus Nijhoff Publishers, 2005
- GOODE, Roy**, "The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities", *The Future for the Global Securities Market – Legal and Regulatory Aspects*, Oxford, Ed. Fidelis Odiath, Clarendon Press, 1996, pp. 107 ss.
- *Commercial Law*, 3.^a ed., London, Penguin Books
- "Ownership and obligation in commercial transactions", LQR, n.º 103, 1987, pp. 433 ss.

- GORDON, Jeffrey**, "An international relations perspective on the convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union", European Corporate Governance Institute, 2003, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=374620
- GOTTWALD, Peter**, *Insolvenzrechts—Handbuch*, 3.^a ed., München, Beck, 2006
- GOUREVITCH, Peter**, "The Politics of Corporate Governance Regulation", *YalLJ*, n.º 112, 2003, pp. 1864 ss.
- GRAÇA, Diogo Macedo**, *Os Contratos de Garantia Financeira*, Coimbra, Almedina, 2010
- GRASSETI, Cesare**, "Il negozio fiduciario nel diritto privato", *Fiducia, trust, mandato ed agency*, Milano, 1991, pp. 2. ss.
- "Del negozio fiduciario e della sua admissibilità nel nostro ordinamento giuridico", *Riv. dir. comm.*, vol. I, 1936, pp. 351 ss.
- "Trust Anglosassone, proprietà fiduciaria e negozio fiduciario", *Riv. dir. comm.*, vol. II, 1936, pp. 548 ss.
- GRAY, Kevin**, "Property in thin air", *CambLJ*, n.º 50, 1991, pp. 252 ss.
- GRAZIADEI, Michele**, "Trusts in Italy", *La fiducie face au trust dans les rapports d'affaires*, org. CUMYN, Bruxels, Bruylant, 1999, pp. 265 ss.
- "The development of Fiducia in Italian and French Law from the 14th Century to the End of the Ancien Regime", *Itinera Fiduciae – Trust and Treuhand in Historical Perspective*, org. HELMHOLZ/ZIMMERMANN, Berlim, Humbolt, 1998, pp. 327 ss.
- "Mandato", *Dig. disc. priv., sez. comm.*, vol. VI, 1991, pp. 237 ss.
- "Proprietà fiduciaria, e proprietà del mandatario", *Qdr.*, 1990, n.º 1, pp. 1 ss.
- "Acquisto per conto di un comitato non riconosciuto e dissociazione della proprietà", *Riv. dir. civ.*, 1988—II, pp. 119 ss.
- GRAZIADEI, Michele / MATTEI, Ugo / SMITH, Lionel**, "Commercial trusts in European private law: the interest and scope of the enquiry", *Commercial Trusts in European Private Law*, org. GRAZIADEI/MATTEI/SMITH, Cambridge, Cambridge University Press, 2005, pp. 3 ss.
- GRETTON, George**, "Trust without Equity", *ICLQ*, n.º 49, 2000, pp. 599 ss.
- "Trusts", *A History of Private Law in Scotland. Introduction and Property*, vol. 1, Oxford, OUP, 2000, p. 480 ss.
- "Constructive Trusts and Insolvency", *ERPL*, 3, 2000, p. 463 ss.
- "Trust and Patrimony", *Scots Law into the 21st Century: Essays in Honour of W. A. Wilson*, London, Sweet & Maxwell, 1996, pp. 182 ss.
- GRIMALDI, Michel /BARRIÈRE, François**, "Trust and Fiducie", *Towards a European Civil Code*, 3.^a ed., Kluwer, 2004, pp. 787 ss.
- GRUBER, Michael**, "Der Treuhandmissbrauch – Zur dogmatischen Rechtfertigung eines Verfügungsschutzes des Treugebers", *AcP*, 2002, n.º 202, pp. 435 ss.
- GRUNDMANN, Stefan**, "Trust and Treuhand at the end of the 20th Century. Key problems and shift of interests", *AJCompL*, n.º 47, 1999, pp. 401 ss.

- *Die Treuhandvertrag insbesondere die werbende Treuhand*, Munique, 1997
- GRUNDMANN, Stefan / HOLLERING, Jörg**, “EC Financial Services and Contract Law – Developments 2005—2007”, ERCL, vol. 4, 2008, pp. 45 ss
- GARCIMARTÍN Alférez, Francisco J.**, “The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems”, InDret, 2006—1, p 1 ss.
- GENNARI, Francesco**, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Padova, Cedam, 2005
- GÖßMANN, Wolfgang / KLANTEN, Thomas**, “Das Depotgeschäft”, *Bankrechts—Handbuch*, vol. I, (SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI), München, Beck, 2007, pp. 1980 ss.
- GOUTAY, Philippe**, “La dématérialisation de valeurs mobilières”, Bull. Joly, 1999, pp. 415 ss.
- GUARNERI, Attilio**, “Atti di disposizione illegittimi del trustee e possibili rimedi in civil law”, *I trusts in Italia oggi*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 113 ss.
- GUERRERA, F.**, “Contrato di investimento e rapporto di gestione (Riflessioni sulla proprietà delegata)”, Riv. crit. dir. priv., 1988, pp. 685 ss.
- GUGLIOTTA, Gianluigi**, “Art. 22.”, *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, org. BEDOGNI, Giuffrè, Milano, 1998, pp. 191 ss.
- GUHL, Theo / MERZ, Hans / KOLLER, Alfred**, *Das Schweizerische Obligationenrecht – mit Einschluss des Handels—und Wertpapierrechts*, Zürich, Schulthess, 1991
- GUINCHARD, Serge**, *L’affectation des biens en droit privé français*, Paris, LGDJ, 1976
- GUINÉ, OLANDO**, “Do contrato de gestão de carteiras e do exercício do direito de voto — OPA obrigatória, comunicação de participação qualificada e imputação de direitos de voto”, DirVM, vol. VIII, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 151 ss.
- GULLIFER, Louise**, “Ownership of securities: the problems caused by intermediation”, *Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues*, org. GULLIFFER/PAYNE, London, Hart, 2010, pp. 1 ss.
- “The Proprietary Protection of Investors in Intermediated Securities”, *Rationality in Company Law: Essays in Honour of DD Prentice*, org. ARMOUR/PAYNE, London, Hart, 2009, pp. 221 ss.
- GUMERY, Ph.**, *Du Portage de titres. Mémoire de DEA de droit économique et social pour l’année 1989*, Paris, 1989
- HABERSACK, Mathias**, *Vertragsfreiheit und Drittinteressen: eine Untersuchung zu den Schranken der Privatautonomie unter besonderer Berücksichtigung der Fälle typischerweise gestörter Vertragsparität*, Berlin, Duncker & Humblot, 1992
- HADDING, Walther / HÄUSER, Franz**, “Treuhandkonto”, *Bankrechts—Handbuch*, vol. I, (SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI), München, Beck, 2007, pp. 751 ss.
- HAEMMERLE, Hermann**, “Empfiehl sich eine gesetzliche Regelung des Treuhändverhältnisses?”, *Verhandlungen des 36. Deutschen Juristentages (Lübeck)*, Berlin/Leipzig, 1931, pp. 632 ss.
- HAENTJENS, Matthias**, *Harmonisation of Securities Law – Custody and Transfer of Securities in European Private Law*, The Hague, Kluwer Law International, 2007
- HAGEN, Louis**, “Pfandbriefe”, *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, org. M. HABERSACK/P. MÜLBERT/M. SCHLITT, Köln, Otto Schmidt, pp. 533 ss.

- HAGER, Günter**, “Die Prinzipien der Mittelbaren Stellvertretung”, *AcP*, 1980, n.º 180, pp. 239 ss.
- HAINSWORTH, Antony**, “The Shareholder Rights Directive and the challenge of re—enfranchising beneficial shareholders”, *LFMR*, vol. I—1, 2007, pp. 11 ss.
- HAHLO, H.R.**, “The Trust in South African Law”, *South African Law Journal*, n.º 78, 1861, pp. 195 ss.
- HANSMANN, Henry / KRAAKMAN, Reiner H.**, “The essential Role of Organizational Law”, *YalJ.*, 2000, pp. 387 ss.
- HANSMANN, Henry / MATTEI, Ugo**, “The functions of trust law: a comparative legal and economics analysis”, *NYUnivLR.*, n.º 73, 1998, pp. 434 ss.
- HARRIS, Jim H.**, “Property—Rights in Rem or Wealth”, *Themes in Comparative Law. In Honour of Bernard Rudden*, org. BIRKS/PRETTO, Oxford, OUP, 2002, pp. 51 ss.
— *Property and Justice*, Oxford, Clarendon Press, 1996
- HART, Herbert L. A.**, *O Conceito de Direito*, 4.ª ed., trad. A. RIBEIRO MENDES, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 2005
- HATEBUR, Martin**, *Die Treuhandanlage, ein fiduziarisches Bankgeschäft*, Basel, 1992
- HAYTON, D.J.**, “Trading Trusts, Trustees, Liabilities and Creditors”, *The International Trust*, org. J. GLASSON, Bristol, Jordans, pp. 511 ss.
— *Underhill and Hayton’s Law Relating to Trusts and Trustees*, 16.ª ed., London, Butterworths, 2003
— “The Developing European Dimension of Trust Law”, *King’s College Law Journal*, n.º 10, 1999, pp. 48 ss.
— “Trusts”, *Vertrouwd met de Trust: Trust and Trust—like Arrangements*, org. NUYTINGCK/STRUCKEN/FABER, Deventer, W.E.J. Tjeenk Willink, 1996, pp. 3 ss.
— “Uncertainty of subject—matter of trusts”, *LQR*, n.º 110, 1994, pp. 335 ss.
- HEINI, Anton**, “Der Treuhänderische Gesellschafter und art. 401 OR”, *Richter und Verfahrensrecht – 150 Jahre Obergericht Luzern Festgabe*, Bern, Verlag Stämpfli, pp. 187 ss.
- HEINSIUS, Theodor**, “Der Sicherheitentreuhänder im Konkurs — Unmittelbarkeits— prinzip versus Offenkundigkeits— und Bestimmtheitsprinzip”, *Festschrift für Wolfram Henckel zum 70. Geburtstag*, Berlin, de Gruyter, 1995, pp. 387 ss.
- HEINSIUS, Theodor / HORN, Arno / THAN, Jürgen**, *Depotgesetz: Kommentar zum Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*, Berlin, de Gruyter, 1975
- HELLNER, Thorwald**, “Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren im Ausland”, *Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag*, Berlin, de Gruyter, 1991, pp. 211 ss.
- HELLWIG, Konrad**, *Lehrbuch des deutschen Zivilprozeßrechts*, vol. I, Leipzig, 1903, pp. 295 ss.
- HELMHOLZ, Richard / ZIMMERMANN, Reinhard**, “Views of Trust and Treuhand: An Introduction”, pp. 27 ss., *Itinera Fiduciae – Trust and Treuhand in Historical Perspective*, org. R. HELMHOLZ / R. ZIMMERMANN, Berlin, Humboldt, 1998, pp. 27 ss.

- HENCKEL, Wolfram**, "Hafungsfragen bei der Verwaltungstreuhand", *Europäisches Rechtsdenken in Geschichte und Gegenwart – Festschrift für Helmut Coing zum 70. Geburtstag*, II, org. N. HORN / K. LUIG / A. SÖLLNER, 1982, München, Beck, pp. 137 ss.
- HENDERSON, Schuyler K.**, *Henderson on Derivatives*, London, LexisNexis UK, 2010
- HERTIG, Gerard / KRAAKMAN, Reinier / ROCK, Edward**, "Issuers and Investor Protection", *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 2.^a ed., Oxford, OUP, 2009, pp. 275 ss.
- HESPANHA, António, M.** *Introdução ao Direito (Sumários Desenvolvidos)*, Lisboa, 2005
- HENRIQUES, Paulo Alberto Videira**, *A Desvinculação Unilateral Ad Nutum nos Contratos Cíveis de Sociedade e de Mandato*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001
- HENSSLER, Martin**, "Treuhandgeschäft – Dogmatik und Wirklichkeit", AcP, 1996, n.º 196, pp. 37 ss.
- HENSSLER, Martin / RUBNER, Daniel**, "Anmerkung zum Urteil des BGH vom 24.06.2003", LMK, 2003, pp. 237 ss.
- HERMAN, Shael**, "The canonical Conception of the Trust", *Itinera Fiduciae – Trust and Treuhand in Historical Perspective*, org. HELMHOLZ/ZIMMERMANN, Berlin, Humboldt, 1998, pp. 86 ss.
- HIRSCHBERGER, Helge**: *Die Doppeltreuhand in der Insolvenz und Zwangsvollstreckung*, Köln, Heymanns, 2005
- HOFER, Sibylle**, "Treuhandtheorien in der deutschen Rechtswissenschaft des 19. Jahrhunderts – Zur Verwendung von historischen Rechtsinstituten in der Zivilrechtsdogmatik", *Itinera Fiduciae – Trust and Treuhand in Historical Perspective*, org. HELMHOLZ/ZIMMERMANN, Berlin, Humboldt, 1998, pp. 389 ss.
- HOFSTETTER, Josef**, "Der Auftrag und die Geschäftsführung ohne Auftrag", *Schweizerisches Privatrecht Band: Obligationenrecht — Besondere Vertragsverhältnisse*, vol. VII/6, Basel, Helbing & Lichtenhahn, 2000
- "Le mandat et la gestion d'affaires", *Traité de droit privé Suisse*, vol. VII—II, Fribourg, 1999
- HONORÉ, Tony**, "Trusts: The Inessentials", *Rationalizing Property, Equity and Trusts: Essays in Honour of Edward Burn*, org. J. GETZLER, London, LexisNexis Butterworths, 2003 pp. 7 ss.
- "Obstacles to the reception of trust law? The examples of South Africa and Scotland", *Aequitas and Equity: Equity in Civil Law and Mixed Jurisdictions*, org. RABELLO, 1997, Jerusalem, Hamaccabi Press, pp. 793 ss.
- "Trust", *Southern Cross: Civil Law and Common Law in South Africa*, org. ZIMMERMAN/VISSER, Oxford, Clarendon, 1996, pp. 849 ss.
- HONORÉ, Tony / CAMERON, Edwin / DE WALL, M.**, *Honoré's South African Law of Trusts*, 5.^a ed., Cape Town, Juta Legal, 2002
- HONSEL, Heinrich**, "Treuhand und Trust in Schuldbetreibung und Konkurs", *recht*, vol. 3, 1993, pp. 1 ss.
- HOPT, K.J.**, "Grundsatz und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz", ZHR, 1995, 135 ss.

- HÖRSTER, Heinrich E.**, *A parte geral do código civil português – Teoria Geral do Direito Civil*, reimp., Coimbra, Almedina, 2007
- HU, Henry T.C./ BLACK, Bernard S.**, “Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions”, *UnivPenLR*, vol. 156, 2008, pp. 625—739
- “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms”, *BusLaw.*, vol. 61, 2006, pp. 1011—1070
- HUBER, Ulrich**, “Anmerkung zum Urteil des BGH von 4.4.1968”, *JZ*, 1968, pp. 791
- “Die Rechtsstellung des Treugebers gegenüber Gläubigern und Rechtsnachfolgern des Treuhänders”, *Rechtsvergleichung und Rechtsvereinheitlichung*, org. WAHL/SERICK/NIEDERLÄNDER, 1967, Heidelberg, pp. 399 ss.
- HUDSON, Alastair**, *The Law of Finance*, London, Sweet & Maxwell, 2009
- *Equity and Trusts*, 5.^a ed., Routledge—Cavendish, London/New York, 2007
- “The unbearable lightness of property”, *New Perspectives on Property Law, Obligations and Restitution*, London, Cavendish Publishing, 2003, pp. 1 ss.
- IAMICELI, Paola**, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, Cedam, 2003
- INZITARI, Bruno**, “I patrimoni dedicati ad uno specifica affare”, *Società*, 2003, pp. 295 ss.
- “Effetti della liquidazione coatta amministrativa sui rapporti in corso. Atti di amministrazione del patrimonio della clientela”, *Fall*, 2000, pp. 1208 ss.
- “Segregazione del patrimonio della clientela presso l’intermediario finanziario”, *Procedure di gestione delle crisi degli intermediari finanziari*, Banca d’Italia, 2000, pp. 51 ss.
- JAEGER-HENCKEL**, *Insolvenzordnung—Großkommentar*, vol. I, Berlin, De Gruyter, 2004
- JAEGER, Pier Giusto**, “Segregation of Assets and Insolvency under Italian Law”, *European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond*, org. FERRARINI, London, Kluwer Law International, 1998, pp. 106 ss.
- “Sui fondi comuni di investimento mobiliare”, *Qdr.*, 1984, pp. 464 ss.
- “Sull’istituzione fiduciaria di quote di s.r.l.”, *Giur. Comm.*, 1979, I, pp. 181 ss.
- *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano, Giuffrè, 1968
- JAUERNIG, Othmar**, *Bürgerliches Gesetzbuch*, 12.^a ed., München, Beck, 2007
- JAVIER CORTÉS, Luís**, “El Mercado de valores: operaciones y contratos”, *Lecciones de Derecho Mercantil*, org. MENÉNDEZ, 4.^a ed., Navarra, Thomson—Civitas, 2006, pp. 741 ss.
- JENSEN, Michael, C./MECKLING, William H.**, “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, *J. Fin. Econ.*, 1976, pp. 305 ss.
- JOHANSSON, Erica**, “Reuse of Financial Collateral Revisited”, *Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues*, org. GULLIFFER/PAYNE, London, Hart, 2010, pp. 151 ss.
- *Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity*, Berlin/Heidelberg, Springer, 2009
- JOHNSTON, David**, “Trust and trust—like devices in Roman Law”, *Itinera Fiduciae – Trust and Treuhand in Historical Perspective*, org. HELMHOLZ/ZIMMERMANN, Berlin, Humboldt, 1998, pp. 45 ss.

- *The Roman Law of Trusts*, Oxford, Clarendon Press, 1988
- JORGE, Fernando Pessoa**, *O Mandato Sem Representação*, Almedina, Coimbra, 1961 (reimp. 2001)
- *Lições de Direito das Obrigações*, vol. I, Lisboa, AAFDL, 1966
- JÚNIOR, Eduardo Santos**, *Da responsabilidade civil de terceiro por lesão do direito de crédito*, Coimbra, Almedina, 2003
- JUSTO, António dos Santos**, *Direitos Reais*, 3.^a ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2011
- “Direito privado romano – II (direito das obrigações)”, *Studia Iuridica*, Coimbra Editora, Coimbra, 2003
- KAHAN, Marcel / ROCK, Eduard B.**, “The hanging Chads of Corporate Voting”, *GeorLR*, vol. 96, 2008, pp. 1227 ss.
- KASER, Max / KNÜTEL, Rolf**, *Römisches Privatrecht – Ein Studienbuch*, 19.^a ed., München, Beck, 2008
- *Direito Privado Romano*, trad. S. RODRIGUES / F. HÄMMERLE, rev. M. A. DE SAINT—MAURICE, Lisboa, FCG, 1999
- KATZ, Jonathan J.**, “Barbarians at the ballot box: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholder apathy”, *CardLR*, n.º 28, 2006, pp. 1483 ss
- KAUFMAN, Arthur / HASSEMER, Winfried**, *Introdução à Filosofia do Direito e à Teoria do Direito Contemporâneas*, FCG, Lisboa, 2002
- KEHLER, Jürgen / MICKLITZ, Hans—W.**, *Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Großbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft*, Baden—Baden, Nomos, 2004
- KIENLE, Christopher J.**, “Wertpapierleihe und Wertpapier—Pensionsgeschäft”, *Bankrechts—Handbuch*, vol. I, (SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI), München, Beck, 2007, pp. 969 ss.
- “Vermögensverwaltung”, *Bankrechts—Handbuch*, vol. II, (SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI), München, Beck, 2007, pp. 1173 ss.
- KILGER, Joachim / SCHMIDT, Karsten**, *Konkursordnung mit Gesamtvollstreckungsordnung*, München, Beck, 1993
- KLUTH, Winfried**, “Prohibición de exceso y principio de proporcionalidade en Derecho Alemán”, *Cuadernos de Derecho Público – El principio de proporcionalidad*, Madrid, INAP, 1998, pp. 214 ss.
- KOHLER, Josef**, “Studien über Mentalreservation und Simulation”, *Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts*, n.º 16, 1878
- Kölner Kommentar zum WpHG**, Köln/Berlin/München, Carl Heymanns, 2007
- KOOS, Stefan**, *Fiduziarische Person und Widmung: das stiftungsspezifische Rechtsgeschäft und die Personifikation treuhänderisch geprägter Stiftungen*, München, Beck, 2004
- KÖNDGEN, Johannes**, “Rules of Conduc: Further Harmonisation”, *European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond*, org. FERRARINI, London, Kluwer Law International, 1998, pp. 115 ss.

- KÖTZ, Hein**, “National Report for Germany”, *Principles of European Trust Law*, org. HAYTON/KORTMANN/VERHAGEN, The Hague, Kluwer Law International, 1999, pp. 85 ss.
- Anmerkung zum Urteil des BGH vom 4.4.1968, NJW, 1968, pp. 1471 ss.
- *Trust und Treuhand, Eine rechtsvergleichende Darstellung des anglo—amerikanischen trust und funktionsverwandler Institute des deutschen Rechts*, Göttingen, Vandenhoeck & Ruprecht, 1963
- KRAMER, Ernst**, “art. 180R”, *Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht*, vol. VI/1/1, Bern, Verlag Stämpfli & Cie AG, 1986
- KRIES, Helmut v.**, *Die Rechtsstellung des Erwerbers bei treuwidrigen Verfügungen eines Treuhänders*, Göttingen, 1965
- KÜMMERLEIN, Hartmut**: *Erscheinungsformen und Probleme der Verwaltungstreuhand bei Personenhandelsgesellschaften*, 1971
- KÜMPEL, Siegfried**, *Bank— und Kapitalmarktrecht*, 3.^a ed., Löln, Otto Schmidt, 2004
- KÜPFER, Urs**, *Treuänderische Unternehmensbeteiligung – unter besonderer Berücksichtigung der Nominee—Eintragung bei schweizerischen Publikumsgesellschaften*, Basel / Frankfurt am Main, Helbing & Lichtenhahn, 1997
- LA PORTA, Ubaldo**, “Causa del negozio di destinazione e neutralità dell’effetto traslativo”, *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, Giuffrè, 2003
- “L’atto di destinazione di beni allo scopo trascrivibile ai sensi dell’art 2645—ter”, Riv. Not., 2008, pp. 1069 ss.
- *Destinazione di beni allo scopo e causa negoziale*, Napoli, 1994
- LABAREDA, João**, “Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas”, *DirSocRev*, vol. 5, 2011, pp. 141 ss.
- LAMMEL, Siegbert**, *Die Haftung des Treuhänders aus Verwaltungsgeschäften: Zur Dogmatik des “Verwaltungshandels” im Privatrecht*, Frankfurt a.M., Athenäum, 1972
- LANG, N.** “Doppelnormen im Recht der Finanzdienstleistungen”, ZBB, 2004, pp. 289 ss.
- LANG, Heinrich von**, “Die Wirkungen der fiduziarischen Geschäfte”, AcP, 1894, n.º 83, pp. 336 ss.
- LANGBEIN, John H.**, “The Contractarian Basis of the Law of Trusts”, YalLJ., 1995 (105), pp. 625 ss.
- LARENZ, Karl**, *Metodologia da Ciência do Direito*, 5.^a ed., trad. J. LAMEGO, Lisboa, FCG. 2010
- *Lehrbuch des Schuldrechts – Allgemeiner Teil*, vol. I, 14.^a ed., München, Beck, 1987
- LARENZ, Karl/WOLF, Martin**, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts*, 9.^a ed., München, Beck, 2004
- LARENZ, Karl /CANARIS, Claus—Wilhelm**, *Lehrbuch des Schuldrechts*, vol. II, 13.^a ed., München, Beck, 1994
- LE NABASQUE/REYGROBELLET**, “L’inscription en compte des valeurs mobilières”, RDBF, 2000, n.º 4, pp. 261 ss.
- LE TOURNEU, Philipe**, “Mandat”, *Enc. Dalloz*, vol. V — Droit civil, Paris, 1992, pp. 6 ss.

- LEGAL CERTAINTY GROUP**, *Comparative Survey*, Brussels, 2006, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/financial—markets/docs/certainty/background/comparative_survey_en.pdf
- LEHMANN, Heinrich / HÜBNER, Heinz**, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Gesetzbuches*, 15.^a ed., De Gruyter, Berlin, 1966
- LEHMAN, Mathias**, *Finanzinstrumente. Vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2009
- LEISCH, Franz Clemens**, *Informationspflichten nach §31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zum zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, München, Beck, 2004
- LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes**, *Direitos Reais*, 2.^a ed., Coimbra, Almedina, 2011
- *Direito das Obrigações (Introdução: Da constituição das obrigações)*, vol. I, 9.^a ed., Coimbra, Almedina, 2010
 - *Direito das Obrigações (Contratos em Especial)*, vol. III, 7.^a ed., Coimbra, Almedina, 2010
 - *Direito das Obrigações (Transmissão e Extinção das Obrigações / Não Cumprimento e Garantias dos Créditos)*, vol. II, 7.^a ed., Coimbra, Almedina, 2010
 - *Direito da Insolvência*, Coimbra, Almedina, 2009
 - *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas Anotado*, 4.^a ed., Coimbra, Almedina, 2009
 - *Garantia das Obrigações*, 2.^a ed., Coimbra, Almedina, 2008
 - *A Responsabilidade do Gestor perante o Dono do Negócio no Direito Civil Português*, Coimbra, Almedina, 2005
 - *Cessão de Créditos*, Almedina, Coimbra, 2005
 - “Actividades de Intermediação e responsabilidade dos Intermediários Financeiros”, *DirVM*, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pp. 129 ss.
 - *A cessão de bens aos credores*, Lisboa, 1987
- LENER, R.**, “Effeti del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa sui contratti di borsa a termine negoziati da una banca o da una SIM per conto della clientela”, *BBTC*, 1999, I, pp. 22 ss.
- LEPAULLE, Pierre**, *Traité Théorique et Practique des Trusts*, Paris, 1932
- LIEBICH, Dieter / MATTHEWS, Kurt**, *Treuhand und Treuhänder in Recht und Wirtschaft, Ein Handbuch*, 2.^a ed., Berlim, Herne, 1983
- LIMA, Pires de / VARELA, João de Matos Antunes**, *Código Civil Anotado*, Vol. VI, Coimbra, Coimbra Editora, 1998
- *Código Civil Anotado*, Vol. II, 4.^a ed., Coimbra, Coimbra Editora, 1997
 - *Código Civil Anotado*, Vol. I (com H. MESQUITA), 4.^a ed., Coimbra, Coimbra Editora, 1987
 - *Código Civil Anotado*, Vol. III (com H. MESQUITA), 2.^a ed., Coimbra, Coimbra Editora, 1986

- LIPARI, Nicolò**, “Fiducia statica e trusts”, *I Trusts in Italia oggi*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 67 ss.
- *Il negozio fiduciario*, Milano, 1964
- LÖHNIG, Martin**, *Treuhand – Interessenwahrnehmung und Interessenkonflikte*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2006
- LOPES, Manuel Baptista**, *Do Contrato de Compra e Venda no direito civil, comercial e fiscal*, Almedina, Almedina, Coimbra, 1971
- LOPUCKI, Lynn M.**, “The death of liability”, *YalLJ.*, 1996 (106), pp. 3 ss.
- LUCA, Nicola de**, “Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta” di azioni”, *RSoc*, 2010, pp. 311 ss.
- “La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti”, *BBTC*, 2010, vol. I, pp. 254 ss.
- LUCAS, François-Xavier**, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières – Pour une fiducie de valeurs mobilières*, Paris, LGDC, 1997
- LUMINOSO, Angelo**, “Vendita”, *Dig. dis. priv., sez. civ.*, vol. XIX, Torino, pp. 607 ss.
- “Mandato, spedizione, commissione”, *Trattato di diritto civile e commerciale*, org. CICU/MESSINEO, XXXII, Milano, 1984
- LUPOI, Maurizio**, *Istituzioni del Diritto dei Trust e degli Affidamenti Fiduciari*, Padova, Cedam, 2008
- *Trusts*, 2.^a ed., Milano, Giuffrè, 2001
- “Aspetti gestori e dominical, segregazione: trust e istituti civilistici”, *Foro*, 1998—I, 3391 ss.
- Legittimità dei trusts «interni», *I Trusts in Italia oggi*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 29 ss.
- “La sfida dei trusts in Italia”, *I Trusts in Italia oggi*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 51 ss.
- “The Civil Law Trust”, *Vand. J. Transnat’l L.*, n.º 32, 1999, pp. 967 ss.
- MACARIO, F.**, “Aspetti civilistici della cartolarizzazione dei crediti”, *Riv. dir. priv.*, 2002—I, pp. 17 ss.
- MAÇAS, Maria Fernanda, & CATARINO, Luís Guilherme & CARDOSO COSTA, Joaquim Pedro**, “O Contencioso das Decisões das Entidades Reguladoras do Sector Económico— Financeiro”, *Estudos de Regulação Pública*, Vol. I, org. VITAL MOREIRA, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 319 ss.
- MACHADO, João Baptista**, *Introdução ao direito e ao discurso legitimador*, Coimbra, Almedina, 1983
- MATTA, TIAGO REIS DE ATHAYDE DA**, “Das garantias no âmbito do sistema financeiro”, *Garantias das Obrigações*, (coord. SINDE MONTEIRO), Almedina, Coimbra, 2007, pp. 522 ss.
- McFARLANE, Ben / STEVENS, Robert**, “Interests in Securities — Practical Problems and Conceptual Solutions”, *Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues*, org. GULLIFFER/PAYNE, London, Hart, 2010, pp. 33 ss.

- MACMILLAN, Catherine**, “The European Court of Justice agrees with Maitland: trusts and the Brussels Convention”, *The Conveyancer*, 1996, pp. 125 ss.
- MAFFEI, ANTOINE**, “De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français”, *ULR*, vol. X, 2005 — 1/2, pp. 237 ss.
- MAGGIORE, Giuseppe Ragusa**, “Riporto (contratto di)”, *Enc Dir.*, vol. XL, pp. 1029
- MAIO, F. Di.**, “L’instestazione fiduciaria per conto di una società di capitali”, *Giur. Comm.*, 1980, I, pp. 822 ss.
- MAITLAND, Frederic William**, *Equity: A course of lectures*, org. CHAYTOR/WHITTAKER, rev. BRUNYATE, 2.^a ed., Cambridge, University Press, 1936
- MANES, Paola**, *Fondazione fiduciaria e patrimoni allo scopo*, Padova, Cedam, 2005
- MARQUES, João pp. Remédio**, “Locação financeira restitutiva (sale and lease-back) e a proibição de pactos comissórios”, *BFDUC*, 2001, pp. 589 ss..
- MARTENS, Klaus—Peter**, “Rechtsgeschäft und Dritinteressen”, *AcP*, 1977, n.º 177, pp. 113 ss.
- MARTIN, JILL E.**, *HANDBURY & MARTIN: Modern Equity*, London, Sweet & Maxwell, 2005
- MARTINEK, Michael**, “Das allgemeine Geschäftsbesordnungsrecht und die analoge Anwendung des §392.2HGB: Anregungen aus und zu Musielaks Gutachten zur Schuldrechtsreform”, *Festschrift für Hans—Joachim Musielak zum 70. Geburtstag*, org. C. HEINRICH, Munique, 2004, pp. 355 ss.
- MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL**, *Valores Mobiliários [Accções]*, Coimbra, Almedina, 2003
- MARTINS, José Pedro Fazenda**, “Deveres dos Intermediários Financeiros, Em especial os Deveres para com os Clientes e o Mercado”, *CadMVM*, 7, 2000, pp. 329 ss.
- “Direitos Reais de gozo e garantia sobre valores mobiliários”, *DVM*, Lisboa, Lex, 1997, pp. 99 ss
- MARTINEZ, Pedro Romano / PONTE, Pedro Fuzeta da**, *Garantias de Cumprimento*, 5.^a ed., Coimbra, Almedina, 2007
- MARTINEZ, Pedro Romano**, *Direito das Obrigações – Apontamentos*, 3.^a ed., Lisboa, AAFDL, 2011
- MASOUIROS, PAVLOS E.**, “Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously?: An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe”, *ECL*, vol. 7—5, 2010, pp. 195 ss.
- MARTUCCI, Riccardo**, “Proposte per una considerazione del negozio fiduciario alla luce del diritto tedesco vigente e della rei vindicatio utilis”, *Riv. dir. comm.*, 1991, I, pp. 479 ss.
- MASCARENHAS, M. Vaz**, “O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres”, *CadMVM*, n.º 13, 2002, pp. 109 ss.
- MATTA, Tiago Reis de Athayde da**, “Das garantias no âmbito do sistema financeiro”, *Garantias das Obrigações*, org. SINDE MONTEIRO, Coimbra, Almedina, 2007, pp. 522 ss.
- MATTEI, Ugo**, “Should Europe Codify Trust”, *Themes in Comparative Law. In Honour of Bernard Rudden*, org. BIRKS/PRETTO, Oxford, OUP, 2002, pp. 235 ss.
- “Proprietà”, *Dig. dis. priv., sez. civ.*, XV, Torino, 1994, pp. 432 ss.

- MATOS, Isabel Andrade de**, *O Pacto Comissório. Contributo para o estudo do âmbito da sua proibição*, Coimbra, Almedina, 2006
- MAZZONI, Alberto**, “Les opérations fiduciaires en droit italien”, *Les Opérations Fiduciaires (pratiques, validité, régime juridique des plusieurs pays européens et dans le commerce international)*, Paris, LCDG, 1985, pp. 335 ss.
- MCCORMACK, Gerard**, *Proprietary Claims and Insolvency*, London, Sweet & Maxwell, 1997
- MCCORMICK, Roger**, *Legal Risk in the Financial Markets*, Oxford University Press, Oxford, 2006
- McKNIGHT, Andrew**, *The Law of International Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2008
- MEDICUS, Dieter**, *Schuldrecht – Allgemeiner Teil*, vol. I, 17.^a ed., München, Beck, 2006
— *Schuldrecht – Besonderer Teil*, vol. II, 11.^a ed., München, Beck, 2003
- MEIER-HAYOZ, Arthur**, “Das Eigentum”, *Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht*, vol. IV/1/1, Bern, 1981
- MENDES, João de Castro**, *Teoria geral do Direito civil*, vol. II, Lisboa, AAFDL, 1979
— *Teoria geral do Direito civil*, vol. I, Lisboa, AAFDL, 1978
- MERWE, Derek van der**, “Property in Mixed Legal Systems: South Africa”, *Property Law on the Threshold of the 21st Century*, Antwerpen, Intersentia, 1996, pp. 355 ss.
- MERZ, Hans**, “Legalzession und Aussonderungsrecht gemäss Art. 401 OR”, *Erhaltung und Entfaltung des Rechts in der Rechtsprechung des Schweizerischen Bundesgerichts*, Basel, Helbing & Lichtenhahn, 1975, pp. 451 ss.
- MESSINEO, Francesco**, *Manuale di diritto civile e commerciale*, vol. III, Milano, Giuffrè, 1959
- MESQUITA, Miguel**, *Apreensão de bens em processo executivo e oposição de terceiro*, Coimbra, 2001
- MEUCCI, Serena**, *La destinazione di beni tra atto e rimedi*, Milano, Giuffrè, 2009
- MICHEL, Arndt**: *Überschießende Rechtsmacht als Problem abstrakter und nicht—akzessorischer Konstruktionen: eine Untersuchung anhand einzelner Durchbrechungen bei Sicherungseigentum/—abtretung, bei der Sicherungsgrundschuld, bei Scheck und Wechsel und bei der Vollmacht*, Baden—Baden, Nomos, 2000
- MICHELER, Eva**, “The Legal Nature of Securities: Inspiration from Comparative Law”, *Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues*, org. GULLIFFER/PAYNE, London, Hart, 2010, pp. 131 ss.
— *Property in Securities: A Comparative Study*, Cambridge, Cambridge University Press, 2007
- MICKLITZ, H.-W.**, “Angelerschutz – Analyse des EG—Recht”, *Angelerschutz in Deutschland. Schweiz, Grossbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft*, org. KESSLER/MICKLITZ, Baden Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 2004, pp. 267 ss.
- MILO, Michael / SMITS, Jan**, “Trusts in Mixed Legal Systems: A Challenge to comparative Trust Law”, *ERPL*, 3, 2000, pp. 421 ss.
- MIRANDA, Jorge / MEDEIROS, Rui**, *Constituição da República Portuguesa Anotada*, vol II, Coimbra, Coimbra Editora, 2006

- MITCHELL, Charles / WATTERSON, Stephen**, *Subrogation: Law and Practice*, Oxford, Oxford University Press, 2007
- MOLLE, Giacomo / DESIDERIO, Luigi**, *Manuale di Diritto Bancário e dell'Intermediazione Finanziaria*, 6.^a ed., Milano, Giuffrè, 2000
- MOLLE, Giacomo / DESIDERIO, Luigi**, *Manuale di Diritto Bancário e dell'Intermediazione Finanziaria*, 6.^a ed., Milano, Giuffrè, 2000
- MOLONEY, Niamh**, *EC Securities Regulation*, 2.^a ed., Oxford, Oxford University Press, 2008
- MONCADA, Luís Cabral de**, *Lições de Direito Civil*, Coimbra, Almedina, 4.^a ed., 1995
- MONTINARO, Roberta**, *Trust e negozio di destinazione allo scopo*, Milano, Giuffrè, 2004
- MOONEY JR., Charles W.**, "Practising safer lex: The Proper Domain of Property, Secured Transactions and Insolvency laws in the Regulation of Securities Intermediaries", *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, London/The Hague/Boston, Kluwer Law, 1998, pp. 85 ss.
- MOONEY JR., Charles W./KANDA, Hideki**, "Core Issues under the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities: Views from the United States and Japan", *Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues*, org. GULLIFFER/PAYNE, London, Hart, 2010, pp. 69 ss.
- MOONEY, Charles**, "Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries", *CardLRev.*, n.º 305, 1990, pp. 413 ss.
- MORAIS, Fernando Gravato**, *Manual da Locação Financeira*, Coimbra, Almedina, 2006
- MOREIRA, Guilherme**, "Patrimónios Autónomos nas obrigações segundo o direito civil português", *BFDUC*, vol. VII, 1921—1923, pp. 47 ss.
- MOREIRA, Vital / MAÇÃS, Maria Fernanda**, *Autoridades Reguladoras Independentes – Estudo e Projecto de Lei—Quadro*, Coimbra Editora, Coimbra, 2003
- MORELLO, Umberto**, "Fiducia e Negozio Fiduciario: dalla «riservatezza» alla «trasparenza»", *I Trusts in Italia oggi*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 81 ss.
- "Fiducia e trust: due esperienze a confronto", *Qdr.*, 1990, n.º 2, pp. 239 ss.
- MOSS, Gabriel**, "Intermediated Securites: Issues Arising from Insolvency", *Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues*, org. GULLIFFER/PAYNE, London, Hart, 2010, pp. 61 ss.
- MOUSSERON, J.M.**, "Les devenirs des conventions de portage", *RD bancaire et bourse*, 1991, pp. 131 ss.
- MÜLBERT, Peter O.**, "Auswirkungen der MiFid—Rechtsakte für Betriebsvergütungen um Effectengeschäft der Kreditinstitute, *ZHR*, 2008, pp. 184
- "The Eclipses of Contract Law in the Investment Firm—Client Relationship: The Impact of the MiFid on the Law of Contract from a German Perspective", *Investor Protection in Europe*, org. FERRARINI/WYMEERSCH, Oxford, OUP, 2006, pp. 299 ss.
- MÜLLER, Viktor**, "Das Treuhandverhältnis unter Berücksichtigung aktueller Fragen aus dem Sachen—und Zwangsvollstreckungsrecht", *Revue Suisse du Notariat et du Registre foncier*, n.º 55, 1974, pp. 257 ss.
- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch**, München, Beck, vol. 5, 2009

- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch**, München, Beck, vol. 1, 2006
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch**, München, Beck, vol. 2, 2007
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch**, München, Beck, vol. 1, 2006
- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch**, vol. 5, München, Beck, vol. 5, 2001
- Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung**, München, Beck, vol. 1, 2007
- Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung**, München, Beck, vol. 2, 2007
- MÚRIAS, PEDRO**, “Um conceito de atribuição para o direito do não cumprimento”, *ODir.*, 2008—IV, pp. 797 ss.
- “Síntese para alunos sobre a chamada ‘eficácia externa das obrigações’”, inédito, lisboa 2003, disponível em <http://muriasjuridico.no.sapo.pt/eEficaciaExterna.htm>
- MÚRIAS, Pedro / PEREIRA, Maria de Lurdes**, “Prestação de coisa: transferência do risco e obrigações *de reddere*”, *Cadernos de Direito Privado*, n.º 23, 2008, pp. 3 ss.
- NANNI, Luca**, *L’interposizione di persona*, Padova, Cedam, 1990
- NASI, Antonio**, *Titolo del credito e concorsualità nell’espropriazione*, Milano, Giuffrè, 1986
- NATOLI, Ugo / BIGLIAZZI—GERI, Lena**, *I mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale*, Milano, Giuffrè, 1974
- NERI, Arianna**, *Il trust e la tutela del beneficiário*, Padova, CEDAM, 2005
- “Il Problema della tutela del beneficiario del trust nel diritto italiano”, *Mandato Fiducia e Trust – Esperienze a confronto*, org. ALCARO/TOMMASINI, Milano, Giuffrè Editore, pp. 55 ss.
- NEVES, António Castanheira** *Metodologia Jurídica, problemas fundamentais*, Coimbra, Coimbra Editora, 1993
- NEVES, Vítor Pereira das**, “Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição”, *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2011, pp. 711 ss.
- “A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários”, *Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, Vol. II, 2008, pp. 507 ss.
- *A cessão de créditos em garantia – Entre a realização das situações obrigacionais e a relativização das situações reais*, FDUNL, 2005
- “A Afectação de receitas futuras em garantia”, *Themis*, 2000, n.º 2, pp. 153 ss.
- NICKEL-SCHWEIZER, Gaby**, *Rechtsvergleichender Beitrag zum fiduziarischen Eigentum in Deutschland und in der Schweiz*, Basel, Helbing & Lichtenhahn, 1977
- Nikolaus, Max / d’Oleire, Stefan**, “Aufklärung über “Kick—backs” in der Anlageberatung: Anmerkungen zum BGH—Urteil vom 19.12.2006”, *ZWB*, n.º 46, 2007, pp. 2129 ss.
- NICOLÒ, Rosario**, “Della responsabilità patrimoniale (artt. 2740—2741)”, *Comm. al. c.c. Scialoja—Branca*, vol. VI — Tutela dei diritti (art. 2740—2899), Bologna—Roma, 1945

- Noack**, “Namensaktie und Aktienregister: Einsatz für Investor Relations und Produktmarketing. Rechtslage nach Inkrafttreten des Namensaktiengesetzes”, DB, 2001, pp. 54 ss.
- NOACK, Ulrich / ZETSCHKE, Dirk**, “Verdeckter Positionsaufbau in börsennotierten Aktiengesellschaften”, *Unternehmensrecht Zu Beginn des 21. Jahrhunderts. Festschrift für Eberhard Schwark*, München, Beck, 2009, pp. 569 ss.
- NOLAN, Richard C**, “Equitable Property”, LQR, n.º 122, 2006, pp. 232 ss.
— “Indirect Investors: A Greater Say in the Company”, JCLS, 2003, pp. 73 ss.
- NORRIE, Kenneth McK. / SCOBIE, Elidh**, *Trusts*, Edinburgh, Sweet & Maxwell, 1991
- NUNES, Fernando Conceição**, “Contas colectivas de valores mobiliários”, DirVM, vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, pp. 275 ss.
- NUNES PEREIRA, José**, “Integração dos Mercados de Capitais e Regulação Financeira”, BolCE, Vol. XLV—A, Coimbra, 2002, pp. 617 ss.
— A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários: Uma Experiência de Regulação Financeira em Portugal”, CadMVM, n.º 12, 2001, CMVM, Lisboa, pág. 11 ss.
— “Regulação e Supervisão dos Mercados de Valores e das Empresas de Investimento: Alguns Problemas Actuais”, BolCE (sep.), Coimbra, 1997
— “Mercado de Capitais”, *A Regulação em Portugal*, Lisboa, Conferências ERSE, Lisboa, 1999, pág. 9 ss.
- OAKLEY, A.J.**, *Parker and Mellows: The Modern Law of Trusts*, 8.^a ed., London, Sweet & Maxwell, 2003
- OLAVO, Carlos**, “Substituição fideicomissária”, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, vol. I, Coimbra, Almedina, pp. 391 ss.
- OLIVEIRA, Nuno Manuel Pinto de**, *Princípios de Direito dos Contratos*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011
— *Contrato de Compra e Venda*, Coimbra, Almedina, 2007
— *Direito das Obrigações*, vol. I, Coimbra, Almedina, 2005
- Ooi, Maisie**, “Intermediated Securities: The choice of a Choice of Law Rule”, *Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues*, org. GULLIFFER/PAYNE, London, Hart, 2010, pp. 219 ss.
— *Shares and Other Securities in the Conflict of Laws*, Oxford, Oxford University Press, 2003
- OPITZ, Peter**, “§22 WpHG”, *Kapitalmarktgesetze, Kommentar zu WpHG, BörsG, BörsZulV, WpPG, VerkProspG, WpÜG.*, org. SCHÄFER/HAMANN, Stuttgart, Kohlhammer, 2.^a ed., 2006
- OSTENDORF, Heribert**, “Der Gutgläubenserwerb des Verwaltungstreuhänders. Beispiel einer rechtsmethodischen Untersuchung”, NJW, 1974, pp. 217 ss.
- OTERO, Paulo**, “A Competência da CMVM para Controlar a Legalidade de Actos Jurídicos Provenientes de Entidades Privadas”, ROA, Ano 62, vol. II, 2000
— “Alguns problemas de Direito Administrativo do Mercado dos Valores Mobiliários”, DirVM, vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 1999, pág. 253 ss.

- OVERBECK, Alfred von**, “National Report for Switzerland”, *Principles of European Trust Law*, org. HAYTON/KORTMANN/VERHAGEN, The Hague, Kluwer Law International, 1999, pp. 105 ss.
- PACHECO, Regina Constança**, *Da transferência do mandatário para o mandante dos direitos adquiridos em execução do mandato sem representação para adquirir*, Lisboa, AAFDL, 2001
- PAECH, Philipp**, “Harmonising Substantive Rules for the use of Securities Held with Intermediaries as collateral: the Unidroit Project”, ULR, 2002, pp. 1140 ss. (p. 1140)
- PALANDT**, *Bürgerliches Gesetzbuch*, 67.a ed., Beck, München, 2008
- PALERMO, Gianfranco**, “Il negozio ‘atípico’ di destinazione”, *I patrimoni separati fra tradizione e innovazione*, org. TONDO, Torino, Giappichelli, 2007, pp. 141 ss.
- “Contributo allo studio del trust e dei negozi di destinazione disciplinati dal diritto italiano”, Riv. dir. comm., 2001, pp. 391 ss.
- “Sulla riconducibilità del «trust interno» alle categorie civilistiche”, RDCDGO, 2000, I, pp. 133 ss.
- “Autonomia negoziale e fiducia (breve saggio sulla libertà delle forme)”, Riv. Giur. Sarda., 1999—II, pp. 584 ss.
- PARADISO, M.**, “Intermediazione e separazione dei patrimoni”, *Trusts*, 2000, pp. 42 ss.
- PARMEGGIANI, R. / ZUCHELLI, L.**, “La disciplina prudenziale degli intermediari del mercato mobiliari”, *La riforma dei mercati finanziari* (FERRARINI /MARCHETTI), Milano, 1998, pp. 366 ss.
- PASSARELI, Francesco Santoro**, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, Jovene, pp. 1986
- PAULUS, Gotthard**, “Die Behelfe der Sicherungseigentümers gegen den Vollstreckungszugriff”, ZZP, n.º 64, 1951, pp. 169 ss.
- PAYNE, Jennifer**, “Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK”, *Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues*, org. GULLIFFER/PAYNE, London, Hart, 2010, pp. 187 ss.
- PAZ-ARES**, “La desincorporación de los títulos—valor”, *El nuevo mercado de valores: seminario sobre el nuevo derecho español y europeo del mercado de valores*, Consejo General del Notariado, Colegios Notariales de España, Madrid, 1996, pp. 81 ss.
- PAZ-ARES, José Cândido / GARCIMARTÍN, Francisco José**, “Conflitos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros”, RDM, n.º 238, 2000, pp. 1483 ss.
- PENNER, J. E.**, *The idea of property in law*, Oxford, Oxford University Press
- PERALTA, Ana Maria**, *A posição jurídica do comprador na compra e venda com reserva de propriedade*, Coimbra, Almedina, 1990
- PEREIRA, Marta Rebelo**, Contratos de Registo e Depósito de Valores mobiliários. Conceito e Regime, CadMVM, n.º 15, 2003, pp. 317 ss.
- PEREIRA, Patrícia Guia**, “Nótula sobre Tipologia do Incumprimento”, *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2011, pp. 637 ss.

- PÉREZ DE LA CRUZ, Antonio**, “Valores representados mediante anotaciones en cuenta”, *Lecciones de Derecho Mercantil*, org. MENÉNDEZ, 4.^a ed., Navarra, Thomson—Civitas, 2006, pp. 875 ss.
- PETERS, Frank**, “Zum Problem der Drittschadensliquidation”, *AcP*, 1980, n.º 180, pp. 329 ss.
- PETERSEN, Sven / WILLE, Julia Sophia**, “Zulässigkeit eines Squeeze—out und Stimmrechtszurechnung bei Wertpapier”, *NZG*, 2009, pp. 856 ss.
- PETTIT, Philip H.**, *Equity and the law of trusts*, 10.^a ed., Oxford, Oxford University Press, 2006
- PICHERER, Martin**: *Sicherungsinstrumente bei Konsortialfinanzierungen von Hypothekenbanken: die Besicherung von Hypothekarkrediten mittels einer von einem anderen Kreditinstitut treuhänderisch gehaltenen Buchgrundschuld als hypothekenbankrechtlich zulässiges Geschäft sowie die Teilabtretung von Briefgrundschulden ohne Teilbriefbildung*, Frankfurt am Main, Knapp, 2002
- PIGOTT, Hugh S.**, “Legal Risk”, *Butterworths J. Int’l B.&Fin. L.*, 2003, pp. 3 ss.
- PINHEIRO, Luis Lima**, *A cláusula de reserva de propriedade, algumas reflexões sobre a sua função, regime e natureza jurídica*, Coimbra, Almedina, 1988
- PINA, Carlos Costa**, *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, Coimbra, 2005
- PINO, Il patrimonio separato**, Padova, Cedam, 1950
- PINTO, Alexandre Mota**, “Falibilismo” Jurídico? Ensaio de aplicação ao direito do modelo metódico da falsificação proposto por Karl Popper”, pp. 886 ss.
- PINTO, Carlos Alberto da Mota**, *Teoria geral do direito civil*, 4.^a ed. (PINTO MONTEIRO/P. MOTA PINTO), Coimbra, Coimbra Editora, 2005
- *Cessão da posição contratual*, Coimbra, Almedina, 1982 (reimp. 2003)
- PINTO, Paulo da Mota**, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 2008
- *Declaração tácita e comportamento concludente no negócio jurídico*, Coimbra, 1995
- PIRES, Catarina Monteiro**, *Alienação em Garantia*, Coimbra, Almedina, 2010
- POCAR, Fausto**, “La libertà di scelta della legge regolatrice del trust”, *I Trusts in Italia oggi*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 3 ss.
- POLLAUD-DULIAN, Frédéric**, “L’actionnaire dans les opérations de portage”, *RevSoc.*, 1994—4, pp. 765 ss.
- PORTALE G. B. / DOLMETA, A.**, “Deposito regolare di cose fungibili e fallimento del depositario”, *BBTC*, 1994
- PRATA, Ana**, *O contrato—promessa e o seu regime civil*, Coimbra, Almedina, 1995
- PRETTO—SAKMANN, Arianna**, *Bounderies of Personal Property – Shares and Sub—Shares*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2005
- Principles of European Contract Law*, I/II, 2000
- PUGLIATTI, Salvatore**, “Fiducia e rappresentanza indiretta”, *Diritto civile – Metodo – teoria – pratica*, Milano, 1961, pp. 201 ss.
- *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, 1954

- QUADRI, Rolando**, *La destinazione patrimoniale — Profili normativi e autonomia privata*, Napoli, Jovene
- QUIN, Randal**, “Deja vu all over again: the SEC’s return to agency theory in regulating broker-dealers”, *ColumBusLR*, 1990, pp. 61 ss.
- RADCKE, Werner**, *Das Unmittelbarkeitsproblem bei der fiduziarischen Treuhand*, Köln, 1933
- RAISER, Ludwig**, “Funktionsteilung des Eigentums”, *Beiträge zur europäischen Rechtsgeschichte und zum geltenden Zivilrecht – Festgabe für Johannes Sontis*, München, 1977, pp. 167 ss.
- RAPP, Jean—Marc**, “La fiducie dans la jurisprudence et la doctrine suisses: Etat de la question”, *Droit et pratique des opérations fiduciaires en Suisse*, Lausanne, 1994, pp. 25 ss.
- RASCIO, R.**, *La destinazione dei beni senza personalità giuridica*, Napoli, 1971
- RAZ, Joseph**, “Legal Principles and the Limits of Law”, *YalLJ.*, n.º 81, 1972, pp. 840 ss.
- RECALDE, Juan**, “Los valores negociables”, *Derecho del mercado financiero*, vol. I—2, org. UREBA/MARTÍNEZ—SIMANCAS, Madrid, 1999, pp. 265 ss.
- REGELSBERGER, Ferdinand**, “Zwei Beiträge zur Lehre von der Cession”, *AcP*, 1880, n.º 63, pp. 157 ss.
- REGO, Margarida Lima**, “A promessa de exoneração de dívida a terceiro – Pretexto para uma reflexão sobre o conceito de prestação”, *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2011, pp. 681 ss.
— *Contrato de Seguros e Terceiros. Estudo de Direito Civil*, Coimbra, Coimbra Editora, 2010
- REI, Maria Raquel Aleixo Antunes**, “Da expectativa jurídica”, *ROA*, 1994—I, pp. 149 ss.
- REID, Kenneth G. C.**, “The Idea of Mixed Legal Systems”, *Tulane Law Review*, vol. 78—5, 2003—2004, p. 6 ss.
— “Patrimony not Equity: the trust in Scotland”, *ERPL*, 3, 2000, pp. 427 ss.
— “National Report for Scotland”, *Principles of European Trust Law*, org. HAYTON/KORTMANN/VERHAGEN, The Hague, Kluwer Law International, 1999, pp. 67 ss.
- REINHARDT, Rudolf / ERLINGHAGEN, pp.**, “Die Rechtsgeschäftliche Treuhand – Ein Problem der Rechtsfortbildung”, *JuS*, 1962, pp. 41 ss.
- RESENDE, João Mattamoutros**, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Lisboa, UCP, 2010
- REYGROBELLET, A.**, “Le droit de propriété du titulaire d’instruments financiers dématérialisés”, *RTDCDE*, 1999, n.º 52 (2), pp. 305 ss.
- REYMOND, Claude**, *Essai sur la nature et les limites de l’acte fiduciaire*, Montreaux, Ganguin et Laubscher, 1948
- RHEE, C. van**, “Trusts, Trust—like Concepts and Ius Comune”, *ERPL*, 3, 2000, pp. 453 ss.
- RICCA, Lucio**, “Oggetto del trust, doveri del trustee e strumenti coercitivi o sanzionatori del diritto interno”, *I Trusts in Italia oggi*, Milano, Giuffrè, 1996, pp. 99 ss.
— “Fedecompresso (dir. civ.)”, *EncDir.*, XVII, Milano, Giuffrè, 1968, pp. 114 ss.

- RIPERT, G./ROBLLOT, R.**, *Traité de droit commercial*, 2, 18.^a ed., LGDJ, Paris, 2002
- ROBLLOT, R.**, “La dematérialisation des valeurs mobilières”, ANSA, 1984, pp. 18
- RODRIGUES, Sofia Nascimento**, “Os Contratos de Reporte e de Empréstimo no Código dos Valores Mobiliários”, *CadMVM*, n.º 7, Edição Especial sobre o Código dos Valores Mobiliários, Abril 2000, CMVM, Lisboa, pp. 291 ss.
- RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel**, “Colaboración bancaria en la administración de valores anotados en cuenta”, *RDBB*, 2008, pp. 29 ss.
- ROE, Mark. J.**, *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2003
- ROGERS, James S.** “Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8”, *UCLA LR*, 1996, n.º 43, pp. 1431 ss.
- *An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision*, *Idaho L.R.*, n.º 31, 1995, pp. 689 ss.
- ROMANO, Roberta**, “The Need for Competition in International Securities Regulation”, *John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy Working Papers* (Paper 258), 2001
- ROSSIER, Yves**, “Etude comparée de certains aspects patrimoniaux de la fiducie”, *RevD. McGill*, 34, 1989, pp. 817 ss.
- ROPPO, Enzo**, *O contrato*, trad. A. COIMBRA/M. J. COSTA GOMES, Almedina, Coimbra, 1988
- ROSENBERG, Leo / GAUL, Hans Friedhelm / SCHILKEN, Eberhard**, *Zwangsvollstreckungsrecht*, München, Beck, 1987
- ROTHERHAM, Craig**, *Proprietary Remedies in Context – A Study in the Judicial Redistribution of Property Rights*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2002
- RUDDEN, Bernard**, “Things as things and things as wealth”, *OxJLS*, n.º 14, 1994, pp. 81 ss.
- “Equity as an Alibi”, *Equity and Contemporary Legal Developments*, org. S. GOLDSTEIN, Jerusalem, 1992, pp. 30 ss.
- RULF, Philipp**, *Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG. Auslegung und Abgrenzung der Zurechnungstatbestände des §§ 22 WpHG und des §30 WpÜG*, Frankfurt am Main, Peter Lang, 2010
- RUSSEN, J.**, *Financial Services*, Oxford, OUP, 2006
- SALAMONE, Luigi**, *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, Cedam, 2001
- “La c.d. proprietà del mandatario”, *Riv. dir. civ.*, 1999, I, pp. 77 ss.
- “La cassazione fa um passo avanti alla giurisprudenza consolidata in matéria di revidicazione fallimentare (art. 103 L. Fall.) di quantità di fungibili non individuati”, *BBTC*, 1999—2, pp. 141 ss.”
- SALINGER, Freddy**, *Factoring – Law and Practice*, 2.^a ed., Sweet and Maxwell, Londres, 1995
- SANCHÉS ANDRÉS, A.**, “Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la Representación de Valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles”, *Estudios jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Navarra, Thomson—Civitas, 2008, pp. 720 ss.

- SANTAGATA, Renato**, *Patrimoni Destinati e Rapporti Intergestori*, Torino, Giappichelli, 2008
- SANTILLÁN Fraile, I.**, “Cuentas ómnibus y regimen de separación del art. 80 LC”, *RDCP*, n.º 10, 2009, pp. 215 ss.
- SANTORO, Laura**, *Il Trust in Italia*, *Il Diritto Privatto Oggi*, Giuffrè Editore, Milano, 2004
- SANTOS, Eduardo dos**, *Direito das Sucessões*, Lisboa, AAFDL, 2002
- SANTOS, Gonçalo A. Castilho dos**, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, Coimbra, Almedina, 2008
- SANTOS, Hugo Moredo**, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011
- SANTOS, Jorge Costa**, “Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários (Em especial, os direitos equiparados a valores mobiliários e o direito ao dividendo)”, *DVM*, Lisboa, Lex, 1997
- SANTOS, José Beleza dos**, *A Simulação / Estudo de Direito Civil*, I, Coimbra, 1921
- SANTOS, Pedro Cassiano dos / FIGUEIREDO, André**, “O mercado português da titularização”, *DirVM*, vol. VI, 2006, pp. 357 ss
- SATURNO, ANGELO**, *La proprietà nell'interesse altrui nel diritto civile italiano e comparato*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 1999
- SAVIGNY, Friederich Carl von**, *System des heutigen Römischen Recht*, I/2, Berlin, 1840
- SCARPA, Dario**, “La rappresentazione contabile del patrimonio destinato e la tutela dei creditori particolare”, *Giur. Comm.*, 2008—3, pp. 407 ss.
- SCHÄFER, Frank**, “Vermögensverwaltung”, *Handbuch Kapitalanlagerecht* (ASSMANN/SHÜTZE), München, Beck, 2007, pp. 1209 ss.
- SCHARRENBURG, Claudia**, *Die Rechte des Treugebers in der Zwangsvollstreckung*, Mainz, 1989
- SHAVELL, Steven**, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Cambridge, Belknap, 2004
- SCHERNER, Karl Otto**, “Formen der Treuhand im alten deutschen Recht”, *Itinera Fiduciae – Trust and Treuhand in Historical Perspective*, org. HELMHOLZ/ZIMMERMANN, Berlin, Humboldt, 1998, pp. 237 ss.
- SCHLEGELBERGER/HEFERMEHL**, *Handelsgesetzbuch*, 5.^a ed., vol. VI (§§383—460), München, Franz Vahlen, 1977
- SCHLESS, Robert**, *Mittelbare Stellvertretung und Treuhand*, Leipzig, Weicher, 1931
- SCHLOSSER, Hans**, “Außenwirkungen verfassungshindernder Abreden bei der rechtsgeschäftlichen Treuhand”, *NJW*, 1970, pp. 681 ss.
- SCHMIDT, Dominique**, “Les opérations de portage de titres de sociétés”, *Les opérations fiduciaires*, Paris, LGDJ, 1985, pp. 29 ss.
- SCHMIDT, Dominique / WITZ, Claude, BISMUTH, J.-L.**, “Les opérations fiduciaires en droit français”, *Les Opérations fiduciaires*, Luxembourg, 1984, pp. 31 ss.
- SCHMIDT, Jürgen**, *Aktionsberechtigung und Vermögensberechtigung*, Köln, 1969
- SCHMIDT, Karsten**, “Das Rätsel Treuhandkonto – Gedanken über “Unmittelbarkeit”, “Mittelherkunft” und “Offenkundigkeit” als Kriterien der Verwaltungstreuhand”, *Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag*, München, Beck, 2005, pp. 933 ss.

- *Gesellschaftsrecht*, 4.^a ed., Colónia/Berlim/Munique, Heymann, 2002
- *Handelsrecht*, 5.^a ed., Colónia/Berlim/Munique, Heymann, 1999
- SCHNEIDER, Uwe H. / VON PILCHAU, Müller**, “Der nicht registrierte Namensaktionär – zum Problem der freien Meldebestände”, AG, 2007, pp. 181 ss.
- SCHNEIDER, Uwe H.**, “Cross Border Compliance: Organizational Duties Imposed on National and International Investment Firms”, *European Securities Market: The Investment Services Directive and Beyond*, org. FERRARINI, Kluwer Law, London, 1998, pp. 73 ss.
- SCHOUTEN, Michael C.**, “The Case for Mandatory Ownership Disclosure”, StanJLB&F., 2010, pp. 127 ss.
- SCHRÖDER, Jan**, “Zum Übergang inhaltlich variabler Verpflichtungen auf den Erben”, JZ, 1978, pp. 379 ss.
- SCHULER, Hans**, “Die rechtsgeschäftliche Treuhand”, JuS, 1962, pp. 50 ss.
- SCHULTZE, Alfred**, “Treuhänder im geltenden bürgerlichen Recht”, JherJahrb, n.º 43, 1901, pp. 1 ss.
- SCHWARTZ, Alan**, “Incomplete contracts”, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, New York, 1998, pp. 330 ss.
- SCHWARCZ, Steven L.**, “Commercial Trusts as Business Organizations: an Invitation to Comparatists”, Duke J. Comp. & Int’l Law, n.º 12, 2002, pp. 321 ss.
- “Intermediary risk in the indirect holding system for securities” (com contributos de JOANNA BENJAMIN), Duke J. Comp. & Int’l Law, n.º 12, 2002, pp. 309 ss.
- “Intermediary Risk in a Global Economy”, DukeLJ, 50, 2001, pp. 1541 ss.
- SCHWARK, Eberhardt**, *Kapitalmarktrechts—Kommentar*, München, Beck, 2004
- “Rechtsprobleme bei mittelbaren Stellvertretung”, JuS, 1980, pp. 777 ss.
- SCIARRA, Maria Cristina**, “Gestione accentrata di strumenti finanziari”, *Manuale di Diritto del Mercato Finanziario* (Sandro Amoroso), Milano, Giuffrè, 2008, pp. 209 ss.
- SCIMEMO, Ettore**, *La Vendita del Voto Nelle Società per Azioni*, Giuffrè, Milano, 2003
- SCOTT, Austin**, “The Nature of the Rights of the Cestui Que Trust”, ColumLR., n.º 14, 1917, pp. 269 ss.
- SMITH, Richard B.**, “A Piece of Paper”, BusLaw., n.º 25, 1970, pp. 925 ss.
- SMITH, T.B.**, “Trusts and Fiduciary Relationships in the Law of Scotland”, *Studies Critical and Comparative*, Edinburgh, W. Green & Son, 1962
- SEGNI, António**, “I Mercati e I Valori Mobiliari”, *Trattato Di Diritto Amministrativo, Finanza Pubblica e Privata – La Disciplina Della’ Economia*, vol. III, org. CASSESE, Milano, Giuffrè, 2000
- SERICK, Rolf**, *Eigentumsvorbehalt und Sicherungsübertragung: neue Rechtsentwicklungen*, 2.^a ed., Heidelberg, Verlag Recht und Wirtschaft, 1993
- SERRA, ADRIANO VAZ**, “Responsabilidade de terceiros no não cumprimento de obrigações”, BMJ, n.º 85, 1959, pp. 345 ss.
- “Responsabilidade patrimonial”, BMJ, n.º 75, 1958, pp. 5 ss.

- “Cessão de créditos ou de outros direitos”, BMJ, número especial, 1955, pp. 146 ss.
- “Compensação (Estudo de Política Legislativa)”, BMJ, n.º 31, 1952
- SERRA, Catarina**, *Direito Comercial. Noções Fundamentais*, Coimbra, Coimbra Editora, 2009
 - *Falências Derivadas e Âmbito Subjectivo da Falência*, Coimbra, Coimbra Editora, 1999
 - “As novas Sociedades Unipessoais por Quotas”, *Scientia Juridica*, n.º 265/267, 1997, pp. 115 ss.
- SETHE, Rolf**, *Angelerschutz im Recht der Vermögensverwaltung*, Köln, Otto Schmidt, 2005
- SETTEN, Lodewijk van**, *The Law of Institutional Investment Management*, Oxford, Oxford University Press, 2009
- SIEBERT, Wolfgang**, *Das rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnis – Ein dogmatischer und rechtsvergleichender Beitrag zum allgemeinen Treuhandproblem*, Marburg in Hessen, 1933
- SIEGER/HASSELBACH**, “Wertpapierdarlehen”, WM, 2004, pp. 1370 ss.
- SIEMS, Mathias M.**, “The Foundations of Securities Law”, EBLR, n.º 20, 2009, pp. 141 ss.
 - *Convergence in Shareholder Law*, Cambrige, Cambridge University Press, 2008
- SIGMAN, H. / BERNASCONI, C.**, “Myths about the Hague Convention debunked”, IFLR, n.º 24, 2005, pp. 31 ss.
- SILVA, João Calvão**, *Banca, Bolsa e Seguros – Direito Europeu e Português*, Tomo I (Parte Geral), 2.ª Ed. (Ver. e Act.), Almedina, Coimbra, 2007
 - *Titularização de Créditos. Securitization*, Coimbra, Almedina, 2003
- SILVA, João Gomes**, *Herança e sucessão por morte. A sujeição do património do de cujus a um regime unitário no Livro V do código civil*, Lisboa, UCP, 2002
- SILVA, Manuel Gomes da**, *O Dever de Prestar e o Dever de Indemnizar*, Braga, Tipografia Ramos, 1944
- SILVA, Paula Costa e**, “As Operações de Venda a Descoberto de Valores Mobiliários”, Coimbra, Coimbra Editora, 2009
 - “Sociedade Aberta, domínio e influência dominante”, *Jornadas Sciedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, org. F. RODRIGUES, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pp. 541 ss.
 - “O conceito de accionista e o sistema de *record date*”, *DirVM*, vol. VIII, 2008, Coimbra, Coimbra Editora, pp. 447 ss.
 - “Organismos de Investimento Colectivo e Imputação de Direitos de Voto”, *CadMVM*, n.º 26, 2007, pp. 70 ss.
 - “A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição”, *DirVM*, vol. VIII, 2008, pp. 243 ss.
 - “Efeitos do registo e valores mobiliários”, *ROA*, 1998, II, pp. 859 ss.
 - “A Transmissão de Valores Mobiliários Fora de Mercado Secundário”, *DirVM*, vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 1999, pp. 217 ss.

- “Compra, venda e troca de valores mobiliários”, DVM, Lisboa, Lex, 1997, pp. 243 ss.
- SITKOFF, Robert**, “Trust as Unincorporation: A Research Agenda”, *Ill. L. Rev.*, 2005, pp. 31 ss.
- SMITH, Lionel**, “Trust and Patrimony”, *Revue Générale de Droit*, 2008—2, pp. 9 ss.
- “Fusion and tradition”, *Equity in Commercial Law*, org. S. DEGELING / J. EDELMAN, Sydney, Thomson, 2005, pp. 19 ss.
- “Case 6: Tracing”, *Commercial Trusts in European Private Law*, org. GRAZIADEI/MATTEI/SMITH, Cambridge, Cambridge University Press, 2005, pp. 376 ss.
- *The Law of Tracing*, Oxford, Clarendon Press, 1997
- SMITS, Jam S.**, *Elgar encyclopedia of comparative law*, Cheltenham, Elgar, 2006
- SOERGEL**, *Bürgerliches Gesetzbuch – Allgemeiner Teil*, vol. 2, 13.^a ed., Kohlhammer, 1999
- SOERGEL**, *Bürgerliches Gesetzbuch – Sachenrecht*, vol. 1, 13.^a ed., Kohlhammer, 2002
- SOPER, Philip**, “Legal Theory and the Obligation of a Judge”, *MichLJ*, n.º 75, 1974, pp. 473 ss.
- SOUMRANI, Patrick**, *Le Portage d’Actions*, Paris, LGDJ, 1996
- SOUSA, Miguel Teixeira de**, *Acção executiva singular*, Lisboa, Lex, 1998
- SPADA, Paolo**, “Persona giuridica e articolazioni del patrimonio”, *Riv. dir. civ.*, 2002—I, pp. 837 ss.
- SPARKES, Peter**, *A new land law*, 2.^a ed., Oxford/Portland, Hart Publishing, 2003
- SPINK, Eric T. / PARE, Manime A.**, “The Uniform Securities Transfer Act: Globalized Commercial Law for Canada, BFLR., n.º 19, 2004, pp. 321 ss.
- SPÜHLER, Karl / VITELI—JUCKER, Renate**, “Zentrale fragen”, *AJP*, 2000, n.º 12, pp. 1463 ss.
- STAEHELIN, Daniel**, “Trusts im schweizerischen Zwangsvollstreckungsrecht”, *Das Haager Trust—Übereinkommen und die Schweiz*, Zürich, Schulthess, 2003, pp. 59 ss.
- STAUB/KOLLER**, *Handelsgesetzbuch §§383—424 (§§383—406)*, Berlin, De Gruyter, 2004
- STAUDINGER/KHOLER**, *BGB (§137)*, Berlin, De Gruyter, 2003
- STAUDINGER/SCHILKEN**, *BGB (prenot. §§164 ss.)*, Berlin, De Gruyter, 2004
- STAUDINGER/MARTINEK**, *BGB (prenot. §662 ss.)*, Berlin, De Gruyter, 2006
- STAUDINGER/WIEGAND**, *BGB (prenot. §929 ss.)*, Berlin, De Gruyter, 2004
- STEIL, Benn**, *The European Equity Markets. The State of the Union and an Agenda for the Millennium*, London, 1996
- STEIN, Friederich / JONAS, Martin**, *Kommentar zur Zivilprozessordnung (§§704—827)*, vol. 7, 22.^a ed., Mohr Siebeck, Tübingen, 2003
- STIER, Gunter**, *Das sogenannte wirtschaftliche und formaljuristische Eigentum – zugleich ein Beitrag zur Treuhand als Gesetzgebungsproblem*, 1933
- STONE, Harlan F.**, “The Nature of the Rights of the Cestui Que Trust”, *ColumLR*, n.º 14, 1917, pp. 467 ss.
- TAPIA HERMIDA, A.**, *El Contrato de Gestión de Carteras de Inversión*, Madrid, CDB, 1995

- TEBBEN, Joachim**, *Unterbeteiligung und Treuhand an Gesellschaftsanteilen*, Baden—Baden, Nomos, 2000
- TEGETHOFF, Gunther**, *Das Treuhandgeschäft der westdeutschen und amerikanischen Banken*, Köln, 1963,
- TELLES, Inocêncio Galvão**, *Sucessão Testamentária*, Coimbra, Coimbra Editora, 2006
- *Manual dos Contratos em Geral*, Coimbra, Coimbra Editora, 4.^a ed., 2002
 - *Introdução ao Estudo do Direito*, vol. I, 11.^a ed., reimp., Coimbra, Coimbra Editora, 1992
 - *Direito das Obrigações*, 7.^a ed., Coimbra, Coimbra Editora, 1997
 - “Mandato sem representação”, CJ, VIII, t. III, 1983, pp. 5 ss.
 - *Manual dos Contratos em Geral*, 3.^a ed., 1965
- TELES, Miguel Galvão**, “Unidroit preliminary Draft Convention on substantive rules regarding securities held with an intermediary – some comments”, DirVM, vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, pp. 427 ss.
- “Fungibilidade de Valores Mobiliários e Situações Jurídicas Meramente Categorias”, DirVM, vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 165 ss.
- THAN, Jürgen**, “The Preliminary Draft Unidroit Convention and Capital Market Practice in Germany”, ULR, vol. X, 2005 —1/2, pp. 263 ss.
- “Neue Rechtsentwicklungen für den grenzüberschreitenden Effektenverkehr”, *Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung — Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag*, Berlin, E. Schmidt, 2003, pp. 543 ss.
 - “Wertpapierrecht ohne Wertpapiere?”, *Bankrecht, Schwerpunkte und Perspektiven: Festschrift für Herbert Schimansky*, RWS Verlag, 1999, pp. 821 ss.
 - “Kapitalmarkt und Globalurkunde”, *Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag*, Berlin, de Gruyter, 1991, pp. 809 ss.
- THÉVENOZ, Luc**, “Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law”, disponível em http://works.bepress.com/luc_thevenoz/1
- “Du dépôt collectif des valeurs mobilières aux titres intermédiaires: un saut épistémologique”, *Wirtschaft zu Beginn des 21. Jahrhunderts: Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag*, Berne, Stämpfli, 2005, pp. 681 ss.
 - “La fiducie, cendrillon du droit suisse. Propositions pour une réforme”, RevDSuisse, 1995, vol. II, pp. 253 ss.
- THOMAS, Grant & HUDSON, Alastair**, *The Law of Trusts*, Oxford, Oxford University Press, 2004
- THOMAS, Jürgen**, “Die Rechtsgeschäftliche Begründung von Treuhandverhältnissen”, NJW, 1968, pp. 1705 ss.
- THOMPSON, Robert**, “Agency Law and Asset Partitioning”, UnivCinLR, 2003, pp. 11 ss
- THUR, Andreas von**, *Derecho Civil – Teoría General del Derecho Civil Alemán*, trad. TITO RAVÀ, Buenos Aires, DePalma, 1946
- THUR, Andreas von / PETER, Hans**, *Algemeiner Teil des schweizerischen Obligationensrecht*, 3.^a ed., Zürich, Schulthess, 1979

TILOCCA, E., “Il problema del mandato”, RTDPC, 1969, pp. 964 ss.

TISON, Michel, “The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective”, *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag*, Berlin, New York, De Gruyter, 2010, pp. 2621–2640

— “Financial Market Integration in the Post FSAP Era. In Search of Overall Conceptual Consistency in the Regulatory Framework”, *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFid and Beyond*, Oxford, 2006, pp. 445 ss.

— “Do not attack the watchdog. Banking supervisory liability after Peter Paul”, *CMLR*, 2005, pp. 639 ss

— “Conduct of Business Rules and their implementation in the EU Member States”, *Capital Markets in the Age of the Euro*, org. FERRARINI/HOPT, The Hague, Kluwer Law International, 2002, pp. 73 ss.

TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz / CAMPOS, Diogo Leite de, *A Propriedade Fiduciária (Trust)*, Estudo para a sua consagração no Direito Português, Coimbra, Almedina, 1999

TORCHIA, Luisa, *Il Controllo Pubblico della Finanza Privata*, Cedam, Padova, 1992.

TORRENTE, Andrea / SCHLESINGER, Piero, *Manuale di Diritto Privato*, 16.^a Ed., Milano, Giuffrè, 1999

TREILLE, Brigitte, “Les conventions de portage”, *RevSoc*, 1997—4, pp. 721 ss.

TRIMARCHI, Vincenzo Michele, Patrimonio (nozione), *EncDir.*, vol. XXXII, 1982, 271 ss.;

TSCHUMY, J.-L., *La revendication des droits de nature à soustraire un bien à l'exécution forcée*, Lausanne, 1987

ULRICH, Ruy Ennes, *Do Reporte no Direito Comercial Portuguez*, Imprensa da Universidade, Coimbra, 1906

VARELA, João de Matos Antunes, *Das Obrigações em geral*, vol. II, 7.^a ed., Coimbra, Almedina, 1997

— *Manual de processo civil: de acordo com o Dec.—Lei 242/85*, 2.^a ed. (reimp.), Coimbra, Coimbra Editora, 2004

VASCONCELOS, Luís Miguel Pestana de, *Direito das garantias*, Coimbra, Almedina, 2010

— *Estudos em Honra do Professor José de Oliveira Ascensão*, II, Coimbra, 2008, pp. 1275 ss.

— *A Cessão de Créditos em Garantia e a Insolvência (Em Particular da Posição do Cessionário na Insolvência do Cedente)*, Coimbra, Coimbra Editora, 2007

VASCONCELOS, Pedro Pais de, *Teoria Geral do Direito Civil*, 6.^a ed., Coimbra, Almedina, 2010

— *Contratos Atípicos*, Coimbra, Almedina, 2002 (Reimpr.)

— “Mandato bancário”, *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Inocência Galvão Telles*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2002, pp. 131 ss.

— “Direitos Destacáveis – O Problema da Unidade e Pluralidade do Direito Social como Direito Subjectivo”, *DdVM*, vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 1999, pp. 167 ss.

— *Em tema de negócio fiduciário*, Lisboa, FDL, 1987

- VAUPLANE, Hubert de/BORNET, Jean Pierre**, *Droit des Marchés Financiers*, 3.^a ed., Litec, Paris, 1998
- VEDDER, Caroline**, *Zum Begriff 'für Rechnung' im AktG und WpHG. Eine Untersuchung der anteilsbezogenen Regelungen*, Köln, Carl Heymanns, 1999
- VEIGA, Alexandre Brandão da**, *Transmissão de valores mobiliários*, Coimbra Editora, Coimbra, 2005
- “Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários, CadMVM, n.º 7, 2000, pp. 105 ss.
- “As fazes de negociação e de liquidação e compensação de operações de bolsa a contado”, DirVM, vol. I., 1999, Lisboa, pp. 201 ss.
- VEIL, Rüdiger**, “Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung”, ZWB, n.º 39, 2007, pp. 1821 ss.
- VENTURA, Raúl**, *Apontamentos sobre Sociedades Civis*, Coimbra, Almedina, 2006
- “O contrato de compra e venda no Código Civil. Efeitos essenciais: a transmissão da propriedade da coisa ou da titularidade do direito; a obrigação de entregar a coisa”, ROA, 1983, pp. 587 ss.
- VERHAGEN, H.L.E.**, “Trusts in the Civil Law: Making Use of the Experience of ‘Mixed’ Jurisdictions”, ERPL, 3, 2000, pp. 477 ss.
- VERHAGEN, Rick**, “Book-entry Securities and Private International Law”, EBLRev., 2000, pp. 112 ss.
- VETTORI, Giuseppe**, *Consenso traslativo e circolazione dei beni: Analisi di un principio*, Milano, Giuffrè, 1995
- VIÇOSO, Magda**, “Os acordos de concertação dirigidos ao domínio de sociedades aberta”, pp. 879 ss. *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2011, pp. 879 ss.
- VIDAL, Isabel**, “Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos de transmissão de valores mobiliários”, CadMVM, n.º 15, Dezembro 2002, pp. 287 ss.
- VIDARI, Francesco Pene**, “Trust e rapporti fiduciari tra proprietà e contratto”, *Riv. crit. dir. priv.*, 2001—2/3, pp. 295 ss.
- VIEIRA, JOSÉ ALBERTO C.**, *Direitos Reais*, Coimbra, Coimbra Editora, 2008
- VOCI, Pasquale**, “Fedecommeso (dir. rom.)”, EncDir., vol. XVII, Milano, Giuffrè, 1968, pp. 109 ss.
- WALL, Marius J. de**, “A European Law of Trusts”, *European Private Law Beyond the Common Frame of Reference. Essays in Honour of Reinhard Zimmermann*, Europa Law Publishing, 2008, p. 167 ss.
- “In search of a model for the introduction of the trust into a civilian context”, *Stellenbosch Law Review*, n.º 12, 2001, pp. 63 ss.
- “Uniformity of Ownership, *Numerus Clausus* and the Reception of the Trust Into South African Law”, ERPL, 3, 2000, pp. 441 ss.
- “The Core Elements of the Trust: Aspects of the English, Scottish and South African Trusts Compared”, *South African Law Journal*, n.º 117, 2000, pp. 548 ss.

- WALL, Marius J. de / PAISLEY, Roderick**, "Trusts", *Mixed Legal Systems in Comparative Perspective: Property and Obligations in Scotland and South Africa*, org. ZIMMERMANN/VISSER/REID, Oxford, Oxford University Press, 2004, pp. 819 ss.
- WÄLLI, Pierre**, *Das reine fiduziarische Treuhand*, Zurich, 1969
- WALT, A. J. van der, /KLEYN, D. G.**, "Duplex Dominium: The History and Significance of the Concept of Divided Ownership", *Essays on the History of the Law*, org. VISSER, Cape Town, Juta, 1989, pp. 213 ss.
- WALTER, Gerhard**, *Das Unmittelbarkeitsprinzip bei der fiduziarischen Treuhand*, Tübingen, Mohr, 1974
- WALTERS, Adrian**, "Preferences", *Vulnerable Transactions in Corporate Insolvency*, org. ARMOUR/BENNET, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2003
- WANK, Rolf**, "Mißbrauch der Treuhandstellung und der Vertretungsmacht – BGH WM 1977, 525", *JuS*, 1979, pp. 402 ss.
- WATERS, Donovan**, "The Nature of the Trust Beneficiary's Interest", *CanBR*, n.º 45, 1967, pp. 219 ss.
- WALTERS, Adrian**, "Preferences", *Vulnerable Transactions in Corporate Insolvency*, org. ARMOUR/BENNET, Hart Publishing, Oxford/Portland, 2003
- WATTER, Rolf**, "Die Treuhand im Schweizer Recht", *ZSR*, n.º 114, 1995, pp. 179 ss.
- Weber, Martin**, "Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 1998—2000: Organisation, Emission und Vertrieb", *NJW*, 2000, pp. 2061 ss. e 3461 ss.
- WEBER, Rolf**, "art. 394—406OR", *Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht. Obligationenrecht I: Art. 1—529OR*, 3.^a ed., Basel, 2003, pp. 2377 ss.
- "Aktuelle Probleme im Recht des einfachen Auftrags", *AJP*, 1992, pp. 177 ss.
- WECKERLE, Konrad**, *Die Verwaltungstreuhand. Die Treugeberrechte bei Insolvenz des Treuhänders*, Frankfurt, 1971
- WEICHERT, Tilman / WENNINGER, Thomas**, "Die Neuregelung der Erkundigungs— und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. Art. 19 RiL 2004/39/EG (MiFID) und Finanzmarkt—Richtlinie—Umsetzungsgesetz", *ZWB*, n.º 14, 2007, pp. 627 ss.
- WESTERMANN, Harm Peter**, *Sachenrecht – Ein Lehrbuch*, 11.^a ed., Heidelberg, C.F. Müller, 1998
- WIEACKER, Franz**, *História do Direito Privado Moderno*, trad. A.M. HESPANHA, 3.^a ed., Lisboa, FCG, 2004
- WIEDEMANN, Herbert**, *Gesellschaftrecht: Ein Lehrbuch des Unternehmens— und Verbandsrechts (Teil 1 – Grundlagen)*, München, 1980
- "Juristische Person als Gesamthand und Sondervermögen", *WM*, 1975—4, pp. 1 ss.
- WIEGAND, Nicolas**, *Die Sicherungsgesellschaft – Der Sicherungsvertrag bei der Sicherungsübereignung als BGB—Gesellschaftsvertrag*, München, Beck, 2006
- WIEGAND, Wolfgang**, "Treuhand und Vertrauen", *Festschrift für Wolfgang Fikentscher zum 70. Geburtstag*, org. GROSSFELD/ FIKENTSCHER, Tübingen, Mohr Siebeck, 1998, pp. 329 ss.

- “Die Entwicklung des Sachenrechts im Verhältnis zum Schuldrecht”, *AcP*, 1990, n.º 190, pp. 112 ss.
- “Numerus clausus der dinglichen Rechte: Zur Entstehung und Bedeutung eines zentralen zivilrechtlichen Dogma”, *Wege europäischer Rechtsgeschichte: Karl Kroeschell zum 60. Geburtstag*, org. GERHARD KÖBLER, Frankfurt am Main, 1987, pp. 623 ss.
- “Trau, schau wem: Bemerkung zur Entwicklung des Treuhandrechts in der Schweiz und in Deutschland”, *Europäisches Rechtsdenken in Geschichte und Gegenwart: Festschrift für Helmut Coing zum 70. Geburtstag*, org. HORN/LUIG/SÖLLNER, vol. II, München, 1982, pp. 565 ss.
- WIELING, Hans Josef**, *Sachenrecht*, 5.^a ed., Berlin, Springer, 2007
- WITZ, Claude**, “Droit de gage général, art. 2091 à 2094”, *Jurisclasser civil*, art. 2021 ss., Paris, 1997
- “Note a Trib. Gr. Inst. Lille, 28 Octobre 1986”, *RevSoc.*, 1987, pp. 600 ss.
- *La fiducie en droit privé français*, Paris, Economica, 1981
- WOLF, Klaus—Eckhart**, “Getrennte Verwahrung von Kundengeldern”, *BKR*, 2002, pp. 892 ss.
- WOLF, Manfred**, “Beständigkeit und Wandel im Sachenrecht”, *NJW*, 1987, pp. 2647 ss.
- *Lehrbuch des Bürgerlichen Rechts — Sachenrecht*, 9.^a ed., Marburg, Elwert, 1932
- WOLF, Manfred / Raiser, Ludwig**, *Lehrbuch des Bürgerlichen Rechts — Sachenrecht*, 10.^a ed., Tübingen, Mohr, 1957
- WOOD, Philip R.**, *Title Finance, Derivatives, Securitisations, Set—Off and Netting*, London, Sweet & Maxwell, 1995
- *English and International Set—Off*, London, Sweet & Maxwell, 1989
- WORTHINGTON, Sarah**, *Equity*, 2.^a ed., Oxford, Clarendon Press, 2006
- “Sorting out ownership interests in a bulk: gifts, sales and trusts”, *JBL*, 1999, pp. 1 ss.
- WÜRDINGER, Hans**, “The German Trust”, *Journal of Comparative Legislation and International Law*, vol. 33, n.º 3/4, 1951, pp. 31—40
- WYMMEERSCH, Eddy**, “The implementation of the ISD and CAD in National Legal Systems”, *European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond*, org. FERRARINI, London, Kluwer Law International, 1998, pp. 3 ss.
- YATES, Madeleine / MONTAGU, Gerald**, *The Law of Global Custody: Legal Risk Management in Securities Investment and Collateral*, 3.^a ed., Dublin, Tottel Publishing, 2009
- ZACAROLI, Antony**, “Taking Security over Intermediated Securities: Chapter V of the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities”, *Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues*, org. GULLIFFER/PAYNE, London, Hart, 2010, pp. 167 ss.
- ZAGREBELSKY, Gustavo**, *Diritto Per: Valori, Principi o Regole? (a proposito della doutrina dei principi di Ronald Dworkin)*, Quaderni Fiorentini, XXI, 2002, pp. 865 ss.

- ZETZSCHE, Dirk**, "Hidden Ownership in Europe: BAFin's Decision in Schaeffler v. Continental", *EBOLR*, 2009, pp. 115 ss.
- ZIMMERMAN, Martin**, "Privatrecht im Kapitalmarktrecht der Gemeinschaft, *GPR*, 2008, pp. 38 ss.
- ZIMMERMANN, Reinhard**, "Double Cross: Comparing Scots and South African Law,; Comparing Scots and South African Law, *Mixed Legal Systems in Comparative Perspective: Property and Obligations in Scotland and South Africa*, org. ZIMMERMANN/VISSER/REID, Oxford, Oxford University Press, 2004, pp. 1 ss.
- *Comparative Foundations of a European Law of Set—Off and Prescription*, Cambridge, Cambridge University Press, 2002
- "Heres fiduciarius? – Rise and fall of the Testamentary Executor", *Itinera Fiduciaie – Trust and Treuhand in Historical Perspective*, org. HELMHOLZ/ZIMMERMANN, Berlin, Humboldt, 1998, pp. 275 ss.
- ZIMMERMAN, Reinhard / WISSER, Daniel**, "Introduction: South African Law as a Mixed Legal System", *Southern Cross: Civil Law and Common Law in South Africa*, org. ZIMMERMAN/VISSER, Oxford, Clarendon, 1996, pp. 1 ss.
- ZÖLLER, Richard**, *Zivilprozessordnung*, 26.^a ed., Köln, Otto Schmidt, 2007
- ZÖLLNER, Wolfgang**, "Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren", *Funktionswandel Der Privatrechtsinstitutionen: Festschrift F. Ludwig Raiser Zum 70. Geburtstag*, Fritz Baur, 1974, pp. 249 ss.
- ZOPPINI, Andrea**, "Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni", *Riv. dir. civ.*, 2002—I, pp. 545 ss.
- ZUNZUNEGUI, Fernando**, *Derecho del Mercado Financiero*, 3.^a ed., Marcial Pons, Madrid/Barcelona, 2005
- ZWEIGERT, Konrad & KÖTZ, Hein**, *Introduction to Comparative Law*, trad. TONY WEIR, 2.^a ed. (rev.), Oxford, Clarendon Press, 1992

RESUMO

Nesta dissertação, estudo os efeitos do negócio fiduciário de gestão perante terceiros. A partir de uma descrição daquela figura contratual assente nos elementos estruturais e funcionais que verdadeiramente a caracterizam — a atribuição ao fiduciário da *propriedade* de um bem, que se encontra funcionalizada à prossecução do interesse do fiduciante, titular de um direito de crédito ao resultado económico daquela atividade gestória —, procuro, em particular, encontrar resposta para os dois problemas paradigmáticos da chamada *esfera externa* da relação fiduciária: a oponibilidade da posição do fiduciante aos credores gerais do fiduciário, na execução forçada do património deste; e a oponibilidade do vínculo fiduciário a terceiros adquirentes de uma pretensão sobre o bem fiduciário em violação do *pactum fiduciae*. Estes problemas são tratados no quadro do direito comum, beneficiando de uma incursão juscomparativa que revela ser *precipitada* a ideia difundida na literatura de que apenas os ordenamentos de *common law* asseguram uma tutela externa do fiduciante, sendo os resultados dessa indagação depois aplicados a um caso socialmente típico de titularidade fiduciária de valores mobiliários.

Reduzido à sua essência, o primeiro problema implica traçar a relação que se estabelece entre autonomia privada — a fonte do negócio fiduciário atípico — e a separação patrimonial. Num percurso hermenêutico que valoriza elementos sistemáticos e teleológicos, procuro demonstrar que a lei adota critérios de resolução dos conflitos entre diferentes classes de credores que, encontrando no mandato sem representação a sua matriz conceptual, se afastam de uma perspetiva puramente estática fundada na titularidade, privilegiando uma abordagem dinâmica e funcional, que é sensível a *vínculos de destinação*. Em concreto, é assim quando — como na fidúcia — a titularidade de um direito se destina a prosseguir um interesse alheio e é instrumental na prossecução de um fim de gestão, garantia ou conservação. Nesta direção, assinalo a relevância dogmática de certas pretensões puramente obrigacionais que interferem na delimitação da *garantia geral*, em particular aquelas que processam uma dissociação entre *titularidade* e *interesse* e, portanto, entre propriedade de um bem e imputação do respetivo resultado económico. Apurados estes dados, reveladores de uma relação complementar — não antitética — entre o princípio da responsabilidade patrimonial e a tutela da autonomia privada, avanço para a demonstração da vocação expansiva do regime de responsabilidade por dívidas do mandato

sem representação, nele identificando um critério normativo genericamente aplicável às situações de titularidade fiduciária.

O ponto de partida para a resolução do segundo problema fiduciário é o reconhecimento da ausência de uma limitação intrínseca do poder de disposição do fiduciário, que não pode ser extraída da disciplina do mandato sem representação, mas é também, não obstante, a rejeição de uma inevitável desproteção do fiduciante. Para esse efeito, procuro demonstrar que a autonomia patrimonial que a lei reconhece aos bem fiduciado não tem o seu alcance normativo limitado à circunscrição da esfera de responsabilidade, *transbordando* para certas prerrogativas de disposição do fiduciário, que podem afinal ser parcialmente limitadas para negócios dispositivos com escopo de garantia. Só fora desses casos se justifica recorrer a mecanismos de tutela mediata, assumindo aí relevância a doutrina da *eficácia externa das obrigações*, que permite, no quadro dos seus pressupostos e dispensando o crivo mais exigente do abuso de direito, a responsabilização do terceiro pela violação ilícita e culposa do direito de crédito de que é titular o fiduciante.

Os resultados desta análise do direito comum servem depois de pano de fundo para enquadrar um caso paradigmático de titularidade fiduciária no tráfego mobiliário: as cadeias de *titularidade indireta* de valores mobiliários. Fenómeno criado pela dinâmica própria do mercado e convivendo, *de facto*, ao lado dos modelos de titularidade e circulação mobiliária desenhados no Código dos Valores Mobiliários, estas cadeias de titularidade indireta são caracterizadas pela ausência de um vínculo jurídico direto entre emitente e investidor, sendo atribuída ao intermediário financeiro uma função de *custodiante fiduciário*: ele surge como titular dos valores mobiliários, mas por conta e risco de múltiplos investidores, ao abrigo de complexas estruturas jurídicas que, tendo na base uma conta de registo individualizado de valores mobiliários, se desdobram em sucessivas relações de custódia fiduciária, tipicamente transfronteiriças, até chegar ao investidor final. Identificada e devidamente descrita esta *criação* do tráfego mobiliário, procuro determinar, a partir de um exercício dialético entre direito geral e direito especial, o grau de tutela que deve nelas merecer o investidor/fiduciante: primeiro, na insolvência do intermediário financeiro; depois, perante terceiros adquirentes de uma pretensão incompatível sobre aqueles valores mobiliários *detidos por conta*. A dissertação termina com algumas páginas dedicadas ao exercício de direitos de voto inerentes a ações integradas numa cadeia de titularidade indireta, bem como ao regime aí aplicável a respeito da imputação de direitos de voto.

ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to study the effects of fiduciary contracts (*fiducia*) towards third parties. Relying on a concept of fiduciary contract which focuses exclusively on the structural and functional features that truly define these trust-like contractual devices — the transfer of legal ownership of an asset to the fiduciary, to be held in the interest of the beneficial owner, who in turn holds a personal right against the fiduciary to receive the corresponding *economic result* —, I purport to address the two distinctive legal issues which the so-called *external realm* of fiduciary relationships encompasses: the protection of the beneficial owner both towards general creditors of the fiduciary and towards third-party purchasers of a right over the fiduciary estate in breach of the *pactum fiduciae*. These issues are first considered in a general private law perspective, including a comparative law approach which will evidence that the widely accepted preconception that only common law protects the beneficial owner towards third parties is greatly misconceived. The results are thereafter applied to a socially typified case of fiduciary ownership of investment securities.

In essence, the first of those issues calls for a balance between private autonomy — the normative source of the fiduciary contract — and the recognition of separate estates. Through a hermeneutic approach that relies both on systematic and functional elements, I purport to show that Portuguese law contemplates several criteria to mediate conflicts between different categories of creditors, which — finding its conceptual matrix in the regime that governs the mandate without representation (*mandato sem representação*) — consistently reject a purely static approach, based exclusively on the legal ownership of assets, and instead value a dynamic perspective, sensitive to certain functional liens. That is so, significantly, in those cases where — as in the fiduciary contract — the legal ownership of an asset promotes the interests of a third party rather than that of the owner, and is thus instrumental to a specific purpose of management, security or liquidation. Moreover, I highlight the doctrinal relevance of certain purely personal rights that effectively dissociate the ownership of an asset from the imputation of its economic result, and which, also consistently, constitute the legal ground for the separation of estates. Based on these findings, which are evidence of a mutually complementary rather than antithetic relationship between the principle of debtor responsibility and the protection of private

autonomy, I move on to demonstrate that the regime of the mandate without representation enshrines a legal standard that is generally applicable to fiduciary relationships.

The starting point for the analysis of the issues raised by wrongful conveyances of the fiduciary estate is twofold: on one hand, the absence of a general limitation of the disposal powers of the fiduciary, which for this purpose cannot be extracted from the rules that govern the *mandato sem representação*; on the other hand, and notwithstanding, a rejection of the inevitable vulnerability of the legal status of the beneficial owner *vis-à-vis* the third-party purchaser. For such purpose, I seek to demonstrate that the legal segregation of the fiduciary estate also impacts (at least partially) on the disposal powers of the fiduciary, affecting the validity of transfers made by the fiduciary by way of security or to discharge its own debts. Where this standard does not apply, the protection of the beneficial owner relies on the so-called doctrine of the *external effects of obligations*, which may allow the beneficial owner to claim damages from the third-party that acquired a right over the fiduciary estate knowingly in breach of the fiduciary contract.

The results of this analysis of general law will then serve as background to study a paradigmatic case of fiduciary ownership of securities: the *intermediated holding of securities*. Driven by the dynamic of the capital markets, and standing side-by-side with the models for directly holding securities devised by the Portuguese Securities Code, these chains of intermediation break the direct link between issuer and investor and, instead, place the financial intermediary in a position of *fiduciary custodian*: based on complex legal structures of successive custody and subcustody relationships, often of a cross-border nature, the financial intermediary acts as legal owner of the securities but on behalf and to the benefit of multiple investors, who bear the investment risk in full. After identifying and describing this *creation* of the capital markets, which reflect in Portugal a trend widely known in the international arena, I purport to assess the level of protection Portuguese law grants to the ultimate investor and beneficial owner of the securities: first, in a scenario of insolvency of the financial intermediary; second, towards third party-purchasers of a right over the securities that comprise the fiduciary estate. This dissertation ends with a consideration of specific issues triggered by the indirect holding of listed shares in connection with the exercise of voting rights and the computation of voting rights.

RESUME

Cette dissertation traite des effets de la fiducie-gestion sur les tiers. En partant d'une description de ce modèle contractuel qui repose sur des éléments structurels et fonctionnels qui le caractérise spécifiquement — l'allocation au fiduciaire de la titularité d'un bien, qui se trouve affecté aux intérêts du fiduciant, titulaire d'un droit de créance sur le résultat économique de l'activité de gestion —, je cherche à répondre aux deux questions majeures que soulèvent la fiducie dans ses rapports avec les tiers : l'opposabilité de la position du fiduciant aux créanciers ordinaires du fiduciaire, au moment de la liquidation du patrimoine de celui-ci; et l'opposabilité du lien fiduciaire aux tiers qui ont acquis une prétention sur le bien fiduciaire en violation du *pactum fiduciaie*. Ces questions sont étudiées dans le cadre du droit commun, avec des incursions dans le droit comparé qui mettent en évidence que l'idée généralement répandue au sein de la doctrine selon laquelle uniquement les systèmes de *common law* assurent une protection externe du fiduciant est fausse. Ensuite, les résultats de cette étude sont appliqués à une situation courante de fiducie de valeurs mobilières.

La première question nécessite d'établir la relation entre le principe d'autonomie privée — la source de la fiducie atypique — et celui de la séparation patrimoniale. En parcourant un chemin herméneutique qui fait ressortir des éléments systématiques et téléologiques, je démontre que la loi formule des critères de résolution des conflits entre les différentes catégories de créanciers qui, en trouvant sa référence conceptuelle au sein du mandat sans représentation, s'écartent d'une approche strictement statique fondée sur la propriété, en privilégiant, en contrepartie, une approche dynamique, qui n'ignore pas les liens d'affectation fonctionnelle. En l'espèce, il en est ainsi lorsque — comme dans le cas de la fiducie — la titularité d'un droit est affectée à l'intérêt d'autrui et est utilisée pour poursuivre un but de gestion, de garantie, ou de conservation. En ce sens, je note la pertinence dogmatique de certaines prétentions de nature obligataire qui interfèrent dans la délimitation de la *garantie générale* du débiteur, en particulier celles qui entraînent une dissociation entre la *propriété* et l'*intérêt* et, par conséquent entre la propriété d'un bien et l'imputation de son résultat économique. Ensuite, à partir des conclusions énoncées ci-dessus, qui attestent l'existence d'une relation complémentaire — et non antithétique — entre le principe de la responsabilité patrimoniale et celui de la protection de l'autonomie privée, je défends la vocation expansive des régime de la responsabilité pour les dettes du

mandat sans représentation, en identifiant un critère normatif généralement applicable aux situations de propriété sous forme de fiducie.

Le point de départ de la résolution du deuxième problème que soulève la fiducie dans ses rapports avec les tiers est à la fois la reconnaissance de l'absence d'une limitation générale du pouvoir de disposition du fiduciaire, qui ne peut pas être retiré du régime du mandat sans représentation, et le rejet de l'idée que le manque de protection du fiduciant soit inévitable. Sur cette base, je démontre que le champ normatif de l'autonomie patrimoniale du bien fiduciaire n'est pas limité à la sphère de responsabilité, mais couvre aussi certaines prérogatives de disposition du fiduciaire, qui peuvent être partiellement limitées pour des aliénations en garantie. Uniquement en dehors de ces cas, le recours à des mécanismes de contrôle indirect peut être justifié, la doctrine de la responsabilité délictuelle des tiers à l'égard d'un contractant y jouant un rôle décisif, qui permet, dans le cadre de ses conditions hypothèses, et dispensant le test plus exigeant de l'abus de droit, la responsabilisation des tiers pour la violation fautif du droit de crédit du fiduciant.

Cette analyse du droit commun servira de référence pour l'étude d'un cas courant de fiducie au sein du commerce mobilier: les chaînes de titularité indirecte de valeurs mobilières. Phénomène né de la dynamique du marché des capitaux qui cohabite, *de facto*, à côté des modèles de circulation mobilière prévus par le Code des Valeurs Mobilières, ces chaînes de titularité indirecte sont caractérisées par l'absence d'un lien juridique direct entre l'émetteur et l'investisseur, et attribuent à l'intermédiaire financier une fonction de *gardien fiduciaire*: celui-ci apparaît comme titulaire des valeurs mobilières, quoique pour le compte et le risque de multiples investisseurs, à l'abri de structures juridiques complexes qui, ayant à l'origine une compte de registre individuel de valeurs mobilières, se déploie en successives relations de garde fiduciaire, normalement transfrontalières, jusqu'à arriver à l'investisseur final. Après avoir identifié et décrit cette *création* du commerce mobilier, je cherche ensuite à déterminer, selon un exercice de dialectique entre droit général et droit spécial, le degré de protection que l'investisseur/fiduciant doit mériter: tout d'abord, en cas de faillite de l'intermédiaire financier; deuxièmement, vis-à-vis des tiers qui ont acquis une prétention incompatible sur les mêmes valeurs mobilières *détenus pour compte d'autrui*. Les pages finales de cette dissertation traitent de l'exercice des droits de vote inhérents à des actions intégrées dans une chaîne de titularité indirecte, et du régime applicable pour imputer les droits de vote.

ÍNDICE

	<i>PÁG.</i>
PLANO.....	1
INTRODUÇÃO.....	3
CAPÍTULO I: O NEGÓCIO FIDUCIÁRIO: ORIGENS, EVOLUÇÃO DOGMÁTICA E NOÇÃO	
§1.º Da <i>fiducia</i> romana às construções modernas do negócio fiduciário em alguns direitos continentais; o (<i>express</i>) <i>trust</i> do direito inglês e a sua suposta <i>singularidade</i> ; a fidúcia na tradição jurídica portuguesa.....	23
1.1 A <i>fiducia</i> romana e a sua <i>redescoberta</i> na pandectística tardia.....	23
1.2 O negócio fiduciário nalguns direitos europeus: a (<i>fiduziarische</i>) <i>Treuhand</i> como modelo de atuação fiduciária no direito alemão; fidúcia e mandato sem representação nos direitos italiano e suíço; o (<i>express</i>) <i>trust</i> do direito inglês e a sua <i>comparabilidade</i> com o negócio fiduciário dos sistemas de <i>civil law</i>	29
1.3 O negócio fiduciário na tradição jurídica portuguesa.....	51
§2. Apreciação crítica: o núcleo definidor de um conceito-tipo de negócio fiduciário de gestão.....	61

CAPÍTULO II: A Oponibilidade a Terceiros do Negócio Fiduciário de Gestão

§3.º Negócio fiduciário de gestão e terceiros no direito comparado.....81

3.1 Oponibilidade a terceiros do negócio fiduciário de gestão no direito alemão.....81

3.2 O negócio fiduciário e terceiros nos direitos italiano e suíço: a extensão do regime do mandato sem representação.....119

3.3 O *trust* e terceiros no direito inglês: a oponibilidade externa do *equitable title* e o debate em torno da sua natureza jurídica.....130

3.4 Síntese conclusiva: a convergência funcional na disciplina da esfera externa da relação fiduciária.....141

§ 4.º Titularidade fiduciária, *destinação funcional* e delimitação da responsabilidade patrimonial do fiduciário.....154

4.1 A oponibilidade do vínculo fiduciário aos credores gerais do fiduciário: enquadramento do problema na dogmática do *património*.....154

4.2 A necessidade de revisão crítica da *teoria do património*: titularidade e insuficiência literal do art. 601.º; a unidade do quadro normativo da responsabilidade patrimonial e a sua interpretação sistemática e teleológica.....173

§5.º Afetação funcional e separação patrimonial no direito positivo.....193

5.1 O regime da responsabilidade por dívidas do mandatário sem representação como dado normativo paradigmático.....193

5.1.1 O art. 1184.º e a separação de patrimónios entre mandante e mandatário; requisitos e objetivos normativos.....193

5.1.2 A extensão do regime de responsabilidade por dívidas do mandatário às diversas modalidades do mandato sem representação; art. 1184.º e variabilidade dos bens do mandato (remissão); mandato, separação patrimonial e autonomia privada: a propriedade do mandatário.....205

5.2 Vínculo de destinação e separação patrimonial no direito das sucessões: a substituição fideicomissária.....217

5.3 Separação patrimonial no direito comercial: o caso do estabelecimento individual de responsabilidade limitada.....222

5.4 Cessão de bens a credores e segregação patrimonial: o caso do fiduciário previsto nos arts. 239.º ss. CIRE.....230

5.5 Regimes especiais de separação de bens da massa insolvente: a *desconsideração* da propriedade instrumental e funcionalizada do vendedor sob reserva e do locador financeiro.....237

5.6 Síntese intercalar: *património separado* e *património de afetação*; separação patrimonial e autonomia privada; a natureza da posição jurídica do beneficiário da separação.....245

§6.º Negócio fiduciário, titularidade fiduciária e segregação patrimonial: a delimitação da esfera de responsabilidade patrimonial do fiduciário.....267

6.1 A vocação geral da disciplina do art. 1184.º e o conflito entre fiduciante e credores gerais do fiduciário; a *prevalência condicional* do princípio da responsabilidade patrimonial sobre a tutela da autonomia privada. Considerações em torno da dogmática geral da responsabilidade patrimonial: a superação do paradigma da titularidade.....267

6.2 Segue: os meios processuais de tutela do fiduciante; separação patrimonial e variabilidade do acervo fiduciário; a extensão ao exercício da compensação de créditos por credores gerais do fiduciário.....284

§7.º Os atos de disposição sobre o bem fiduciário em violação do *pactum fiduciae*: a posição do fiduciante no confronto com terceiros adquirentes de pretensões incompatíveis com o vínculo fiduciário.....300

7.1 Colocação do problema; referência ao tema da execução específica. Apreciação crítica da doutrina dominante e sugestão de um percurso hermenêutico alternativo.....300

7.2 A inexistência de fundamento geral para a limitação do poder de disposição do mandatário; separação patrimonial e a projeção do art. 1184.º sobre negócios dispositivos com escopo de garantia. A tutela delitual do fiduciante como critério residual.....316

CAPÍTULO III: ESTUDO DE UM CASO PARADIGMÁTICO
DE TITULARIDADE FIDUCIÁRIA DE VALORES MOBILIÁRIOS

§8.º A circulação de valores mobiliários no tráfego hodierno.....341

8.1 O *paperwork crunch* e os movimentos de desmaterialização e imobilização
nalguns direitos estrangeiros.....341

8.2 *Titularidade indireta* de valores mobiliários e *risco de intermediação*. A
harmonização internacional do direito mobiliário.....362

**§9.º A circulação de valores mobiliários escriturais (e equiparados) no direito
português; a relevância de fenómenos de *titularidade indireta* de valores mobiliários
como hipótese paradigmática de titularidade
fiduciária.....381**

9.1 O registo de valores mobiliários e a sua recondução ao modelo de titularidade
direta; a natureza constitutiva da inscrição em conta.....381

9.2 Entre a lei e a prática: a *titularidade indireta* de valores mobiliários no tráfego
mobiliário português.....396

9.2.1 Referência sumária a alguns modelos de intermediação
financeira de natureza fiduciária; delimitação da análise ao caso
paradigmático da titularidade indireta de valores
mobiliários.....396

9.2.2 Titularidade indireta e investimento transfronteiriço; a
utilização de contas de titularidade *omnibus*. Titularidade indireta em
situações puramente domésticas.....413

9.3 A recondução das manifestações de titularidade indireta de valores mobiliários à categoria da titularidade fiduciária.....	428
§10.º A proteção do património dos investidores no direito da União Europeia e no direito português.....	447
10.1 A natureza <i>regulatória</i> da disciplina da intermediação financeira e a sua <i>irradiação</i> para o direito privado; segregação patrimonial como <i>efeito</i> e como <i>procedimento</i>	447
10.2 A projeção da disciplina da segregação patrimonial na relação contratual entre intermediário financeiro e cliente: o dever de separação de patrimónios.....	466
§11.º Titularidade fiduciária de valores mobiliários e separação patrimonial na insolvência do intermediário financeiro.....	481
11.1 A tutela do investidor entre o direito comum e o direito especial: a conjugação da disciplina da intermediação financeira com a dogmática comum dos vínculos de afetação funcional.....	481
11.2 Segue: segregação enquanto <i>efeito</i> e segregação enquanto <i>procedimento</i> ; a separação patrimonial nas relações fiduciárias de objeto variável; a hipótese de <i>inflação</i> dos registos internos do intermediário financeiro (<i>shortfalls</i>).....	504
§12.º A transmissão ou oneração de valores mobiliários em violação do vínculo fiduciário: a proteção do investidor e a posição dos terceiros adquirentes.....	513
12.1 A admissibilidade da <i>utilização de valores mobiliários de clientes</i> na disciplina da intermediação financeira; concretização das coordenadas do direito comum e colocação subsequente do problema na disciplina mobiliária.....	513

12.2 Titularidade fiduciária de valores mobiliários, <i>utilização</i> no interesse do intermediário financeiro e autorização do cliente; o desvalor jurídico da alienação sem consentimento e a tutela dos terceiros adquirentes de boa fé.....	521
§13.º A titularidade indireta de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado: o exercício dos direitos de participação em assembleia geral e de voto e a imputação de direitos de voto ao abrigo do art. 20.º CdVM.....	532
CONCLUSÕES.....	565
BIBLIOGRAFIA.....	587
RESUMO, <i>ABSTRACT</i>, <i>RESUME</i>.....	633
ÍNDICE.....	639

