

O PENHOR FINANCEIRO COM DIREITO DE DISPOSIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Margarida Costa Andrade*

Fevereiro de 2010

1. Introdução

1. Com o Decreto-Lei n.º 105/2004, de 8 de Maio, foi introduzida a figura dos acordos de garantia financeira no ordenamento jurídico português, em cumprimento da obrigação de transposição da Directiva n.º 2002/47/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Junho, relativa aos acordos de garantia financeira (doravante, “a Directiva”). E duas modalidades daqueles acordos foram alvo da particular atenção do legislador português: a alienação fiduciária em garantia e o penhor financeiro. Dizer que a alienação fiduciária em garantia constitui uma completa inovação entre nós não será motivo, cremos, para grande contestação. Mas, de uma determinada perspectiva, o mesmo pode dizer-se do penhor financeiro: apesar de ser uma garantia mobiliária, e, portanto, semelhante ao penhor de coisas e ao penhor de direitos desde há muito consagrados entre nós, o seu regime jurídico permite que se legitime o credor pignoratício a dispor da coisa onerada, assim como a tornar-se dela proprietário uma vez verificado o incumprimento da obrigação garantida. Desta forma, o penhor financeiro apresenta-se como garantia de fronteiras alargadas, assumindo três modalidades distintas: o penhor financeiro simples, o penhor financeiro com direito de disposição e o penhor financeiro com pacto comissório.

2. A Directiva n.º 2002/47/CE participa de um conjunto de normas de natureza internacional cuja preocupação é reagir contra a incerteza do destino das garantias financeiras transnacionais¹, nomeadamente por conta das dificuldades criadas pela localização dos instrumentos financeiros² e das diversificadas soluções nacionais sobre garantias mobiliárias. Na verdade, a dinâmica dos mercados mobiliários impõe cada vez mais uma harmonização da disciplina das garantias: na ausência de um quadro jurídico uniforme, dificulta-se a conclusão de negócios e, assim, a eficiência do mercado, já prejudicada, particularmente em termos de equidade, pelas assimetrias informativas

* Assistente da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

¹ A Directiva 2002/47/CE foi, porém, o único instrumento normativo internacional que atingiu o patamar da vigência, diversamente do que acontece com a Convenção da Haia de 13 de Dezembro de 2002 e a Convenção da UNIDROIT sobre a predisposição de normas de harmonização relativas aos instrumentos financeiros detidos através de intermediário (*UNIDROIT Project on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities with an Intermediary*), que ainda se encontra em fase de projecto.

² Especialmente depois da massiva desmaterialização dos instrumentos financeiros – veja-se a pormenorizada descrição do fenómeno e a sua ligação com as garantias sobre instrumentos financeiros por REINOUT WIBIER, *Financial Collateral in the Netherlands, England and Under the EU Collateral Directive – Traditional and Novel Ways of Taking Security over Cash and Securities* (acessível no sítio ssrn.com/abstract=1287095), págs. 31 e ss.

que a ele são endógenas e pelo consequente aumento dos custos das operações financeiras.³ A Directiva inscreve-se, então, num movimento que visa encontrar técnicas de atenuação do risco de crédito (*credit risk mitigation techniques*⁴) para um mercado específico — o dos instrumentos financeiros —, entre as quais vêm assumindo protagonismo os *financial collateral arrangements*, isto é, na tradução portuguesa, os acordos de garantia financeira.⁵

Assim sendo, o legislador comunitário quis, primeiramente, determinar qual a lei aplicável em caso de concorrência de ordenamentos jurídicos. Mas, no ensejo de harmonização jurídica, acabou por intervir também em matérias tradicionalmente reservadas à *lex rei sitae*, assumindo como objectivos a simplificação da forma para a constituição das garantias financeiras (abolindo os requisitos formais, de registo e de publicidade), afastando a aplicação de algumas normas relativas à insolvência, definindo o conteúdo dos direitos do prestador e do beneficiário, reconhecendo algumas práticas operativas que nos últimos anos se impuseram nos mercados financeiros, como sejam o direito de reutilização do objecto da garantia por parte do detentor (*rehypothecation*), a integração da garantia em relação às variações do valor do título onerado ou da obrigação garantida depois de comparação entre valores de mercado e a substituição dos títulos oferecidos em garantia pelo devedor.⁶ Como afirma ANNA GARDELLA, “a directiva não se contentou com uma simples aproximação internacional-privatística (...). Através da previsão de normas de harmonização (...), a directiva atenua os motivos de conflito entre as leis dos diversos Estados-membros. Considerada a complexidade e o carácter nacional da disciplina das garantias mobiliárias no âmbito comunitário, o único modo para garantir o tratamento uniforme destes direitos consiste na introdução de normas

³ FILIPPO SARTORI, “I contratti di garanzia finanziaria nel D. lgs. 21 maggio 2004, n. 170: primi riflessioni”, *Atti del Convegno Il Pegno e le Garanzie Finanziarie*, Milão, 2005 (artigo acessível no sítio www.dirittobancario.it), pág. 2.

⁴ As técnicas de atenuação de risco abrangem as garantias reais e pessoais tradicionais, os contratos tendo por objectivo a transferência, total ou parcial, do risco do crédito e as cláusulas contratuais ou contratos que têm por fim diminuir ou eliminar o risco do credor de não obter o que lhe é devido (acordos de compensação, *close-out netting*, *sale and repurchase agreements*, *securities lending*) – ALESSANDRO VALERIO GUCCIONE, *I Contratti di Garanzia Finanziaria, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, n.º 307, Giuffrè, Milão, 2008, págs. 2 e ss..

⁵ Os participantes nos mercados financeiros tornaram-se mais susceptíveis ao *credit risk* à medida que as transacções sobre os instrumentos financeiros se foram tornando mais sofisticadas. Isto deve-se, na opinião de CHRISTIAN A. JOHNSON, a quatro factores fundamentais. Em primeiro lugar, o mercado financeiro foi crescendo cada vez mais, sendo actualmente avaliado em triliões de dólares (podendo os sujeitos nele envolvidos, em uma operação, ficar devedores de dezenas de milhões de dólares). Por outro lado, as transacções de instrumentos financeiros são voláteis, mudando as posições de risco em segundos. Em terceiro lugar, identifica o autor o cada vez maior número de contrapartes com baixa qualidade creditícia, pois que, apesar de os participantes procurarem negociar com partes de elevado grau de qualidade de crédito, estas são cada vez mais raras (tendo sido criado um sistema designado como *triple A* para conceder maior segurança aos operadores económicos), além de este mercado ser muito atractivo para sujeitos com pouca credibilidade. Finalmente, JOHNSON refere-se também aos muito publicitados falhanços que vão ocorrendo na área dos instrumentos financeiros (*Derivatives and Rehypothecation Failure – It's 3.00 p. m. Do you Know Where Your Collateral Is?*, págs. 18 e ss. – também acessível na *Arizona Law Review*, 949, 1997). No mesmo sentido, isto é, identificando os mesmos riscos e reconhecendo a importância das garantias financeiras para os reduzir, ANDREA ROSSI e FERDINANDO BRUNO, “La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC (‘over the counter’) in Italia”, *Le Società*, 2007, pág. 1227. Para outras formas de diminuição dos riscos no mercado financeiro v., por exemplo, RAJNA GIBSON e CARSTEN MURAWSKI, *Default Risk Mitigation Mechanisms in Derivatives Markets*, acessível no sítio ssrn.com/abstract=1279459.

⁶ Estas práticas operativas já foram traduzidas em modelos contratuais, como o GMSLA (*Global Master Securities Lending Agreement*) e o EMA (*European Master Agreement for Financial Transaction*), construído pela Federação Bancária da União Europeia (F. SARTORI, “I contratti di garanzia finanziaria...”, op. cit., pág. 1, (n. 1)).

homogéneas capazes de superar as particularidades nacionais. E é este o escopo da directiva *collateral* que (...) tem por intenção instituir um regime simplificado no que concerne à constituição e à realização das garantias financeiras; finalidade que não podia ser atingida com o simples recurso a normas de direito internacional privado e particularmente com a definição da localização dos direitos sobre instrumentos financeiros.”⁷

3. Como o título escolhido permite adivinhar, será objecto deste trabalho o penhor financeiro com direito de disposição, sem deixar, contudo, de fazer um périplo pelo regime jurídico do penhor financeiro em geral, cientes que estamos das muitas e relevantes inovações trazidas pelo Decreto-Lei n.º 105/2004. Fenómeno que, aliás, não é exclusivo do direito português. Por exemplo, sobre o D. lgs. n. 170, de 21 de Maio de 2004, que fez a transposição para o direito italiano da Directiva, disse-se que *“sovertendo consolidate tradizioni dogmatiche, sconfessando dottrine risalenti, scavalcando timide aperture giurisprudenziali, vanificando fantasiose prassi operative, (...) entra con irruente e sacrilega baldanza nel campo delle garanzie reali e con una manciata di articoli fa piazza pulita di fiumi di inchiostro”*, pois que com ele caiu o “tabu” do pacto comissório, fixou-se o requisito do desapossamento, consagrou-se a alienação fiduciária em garantia e concedeu-se a máxima versatilidade à posição do credor pignoratício (com a faculdade de utilização do objecto empenhado e a faculdade de o substituir sem que isso ponha em causa a validade e continuidade da garantia).⁸ E assim se justifica a pergunta: *“come possa una tale rivoluzionaria, e per certi versi ‘eversiva’ riforma di istituti di diritto civile tanto delicati, maturare e vedere la luce così in sordina, senza essere preceduta da un più ponderato e aperto dibattito e scavalcando agilmente decenni di travagliate iniziative legislative finora risultate vane nel perseguire obiettivi di armonizzazione nel campo delle garanzie reali, in ambito sia internazionale che comunitario”*?⁹-

10

2. Os elementos caracterizadores do penhor financeiro

4. O contrato de garantia financeira define-se e caracteriza-se a partir dos elementos previstos nos arts. 3.º a 7.º¹¹ — sujeitos do contrato, objecto das garantias, necessidade de desapossamento e requisitos probatórios —, dos quais resulta a natureza financeira do acordo.

⁷ “La legge applicabile alle garanzie finanziarie tra localizzazione e autonomia privata: una prima ricognizione dopo l’attuazione della Direttiva 2002/47/CE”, *BBTC*, 2005 (Set-Out), págs. 615-616, trad. nossa.

⁸ PAOLO CARRIÈRE, “La nuova normativa sui contratti di garanzia finanziaria. Analisi critica”, *BBTC*, 2, 2005, pág. 186.

⁹ *Idem*, pág. 187. Acompanhando igualmente esta posição crítica, A. V. GUCCIONE, *In Contratti di Garanzia Finanziaria*, op. cit., pág. 30.

¹⁰ Será, todavia, deixada para uma próxima oportunidade a análise do regime jurídico, também novo e de importância inegável, da norma de conflitos constante do art. 21.º e das especiais regras a aplicar quando da insolvência ou da sujeição a medidas de saneamento de uma das partes (arts. 16.º e ss.).

¹¹ Ao Decreto-Lei n.º 105/2004 pertencerão todos os artigos sem outra indicação.

Trata-se, portanto, de um conjunto de elementos que é comum à alienação fiduciária em garantia e ao penhor financeiro (*title transfer financial collateral arrangement* e *security financial collateral arrangement*, respectivamente¹²), que se distinguem, fundamentalmente, pela identificação da esfera jurídica em que se encontra o direito de propriedade sobre o objecto da garantia. Pois, mantendo-se a propriedade com o prestador da garantia, estar-se-á perante um penhor financeiro; se a propriedade se transferir para o beneficiário, terão as partes acordado na constituição de uma alienação fiduciária em garantia. Isto mesmo se confirma no art. 2.º, n.º 2: “são modalidades de contratos de garantia financeira, designadamente, a alienação fiduciária em garantia e o penhor financeiro, que se distinguem consoante tenham, ou não, por efeito a transmissão da propriedade com função de garantia.” Tendo em conta, porém, a redacção da lei, parece que estas serão *duas modalidades* do contrato de garantia financeira e não *as duas modalidades* de contrato de garantia financeira. De facto, não só o legislador, no art. 2.º, n.º 1, define como contratos de garantia financeira, “os que preenchem os requisitos previstos nos artigos 3.º a 7.º”, como também, no número seguinte, diz serem “*modalidades* de contratos de garantia financeira, *designadamente*, a alienação fiduciária em garantia e o penhor financeiro.” Assim sendo, será um contrato de garantia financeira qualquer contrato em que estejam envolvidos os sujeitos elencados no art. 3.º, pelo qual se constitua garantia acessória de uma obrigação financeira (art. 4.º), tendo por objecto numerário ou instrumentos financeiros (art. 5.º) efectivamente desapossados (art. 6.º) e sendo o acordo e a prestação provados por escrito (art. 7.º).¹³ Parece-nos, porém, que só na modalidade de alienação

¹² Estas são as expressões usadas na redacção em inglês da Directiva.

¹³ Porém, a verdade é que, analisando a redacção portuguesa da Directiva, particularmente as definições contidas no art. 2.º, vemos que o acordo de garantia financeira é definido como um acordo com transferência da propriedade “ou acordo de garantia financeira *com constituição de penhor*” (n.º 1, al. a)), que, por sua vez, é “um acordo ao abrigo do qual o prestador da garantia constitui a favor do beneficiário da garantia ou presta a este uma garantia financeira *a título de penhor*”. Não terá ido, então, o legislador português além das fronteiras definidas pelo legislador comunitário? Por outro lado, se compararmos a redacção portuguesa com duas outras – a inglesa e a italiana – verificamos que as expressões usadas não são equivalentes. No primeiro caso, “*security financial collateral arrangement*” é definido como “*arrangement under which a collateral provider provides financial collateral by way of security in favor of, or to, a collateral taker, and where the full ownership of the financial collateral remains with the collateral provider when the security right is established.*” No segundo também não há qualquer referência ao penhor, mas sim à constituição de uma garantia real: o “*contratto di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale*” é “*un contratto in forza del quale il datore della garanzia fornisce una garanzia finanziaria a titolo di garanzia reale a favore del beneficiario della garanzia o gliela consegna conservando la piena proprietà di quest’ultima quando il diritto di garanzia è costituito*”. Ou seja, a redacção inglesa e a redacção italiana da Directiva recorrem a termos mais amplos, o que permite uma coerência total com o que depois se consagra no diploma de transposição. No art. 3 do Financial Collateral Arrangements (no. 2) Regulations 2003, define-se o “*security financial collateral arrangement*”, como “*an agreement or arrangement, evidenced in writing, where (...) the collateral-provider creates or there arises a security interest in financial collateral to secure [financial] obligations*” e “*security interest*”, por sua vez, significa “*any legal or equitable interest or any right in security, other than a title transfer financial collateral arrangement, created or otherwise arising by way of security including (a) a pledge; (b) a mortgage; (c) a fixed charge; (d) a charge created as a floating charge (...); (e) a lien*” (sobre a diferença entre estas várias garantias mobiliárias e a sua correspondência com o direito português, v. LUIS MANUEL TELES MENEZES DE LEITÃO, *Garantia das Obrigações*, Almedina, Coimbra, 2008, 2ª Edição, págs. 87 e ss.). Já no D. lgs. n. 170 o contrato de garantia financeira é definido como “*il contratto di pegno o il contratto di cessione del credito o di trasferimento della proprietà di attività finanziarie con funzione di garanzia (...)* e *qualsiasi altro contratto di garanzia reale avente ad oggetto attività finanziarie e volto a garantire l’adempimento di obbligazioni finanziarie, allorchè le parte contraenti rientrino in una delle seguenti categorie (...)*”. “Esta qualquer outra categoria real não representa um contrato específico, mas sim uma categoria geral que reagrupa diferentes tipos que têm em comum algumas características estruturais e funcionais. A escolha de incluir uma categoria geral na noção de contrato de garantia financeira já tinha

fiduciária em garantia se admitirá a transferência da propriedade, pois que deste modo se concede a máxima garantia possível a um credor – todas as outras formas de assegurar o cumprimento de uma obrigação financeira pressupõem sempre a manutenção da propriedade com o devedor, desde que, naturalmente, os restantes elementos identificadores dos contratos de garantia financeira estejam reunidos.¹⁴

a) Sujeitos, objecto, obrigação garantida

5. Os contratos de garantia financeira só podem ser celebrados pelos sujeitos elencados no art. 3.º do Decreto-Lei n.º 105/2005.

As entidades arroladas neste preceito são, *grosso modo*, instituições ligadas ao sistema financeiro, sejam bancos, sociedades financeiras, instituições de supervisão, ou entidades públicas. Não vamos naturalmente transcrever a extensa lista daqueles que podem ser prestador ou beneficiário da garantia financeira. Mas, deixaremos algumas notas.

Primeira: as pessoas singulares não podem ser parte no contrato de garantia financeira, isto porque, em termos gerais, as suas actividades não são relevantes para a estabilidade do sistema financeiro da UE, não comportam, pois, riscos sistémicos.¹⁵

Segunda: já as pessoas colectivas não financeiras podem ser parte num contrato de garantia financeira, desde que tenham por contraparte uma das entidades arroladas no art. 3.º.¹⁶

Terceira: no que se refere às entidades públicas, o legislador parece ter sido muito generoso, pois que, dada a redacção da norma, qualquer entidade pública pode envolver-se num contrato de garantia financeira, e não apenas os organismos do sector público do Estado responsáveis pela

sido feita pelo legislador comunitário, pela necessidade de oferecer aos legisladores nacionais uma *fattispecie* aberta na qual subsumir os tipos de *security financial collateral arrangements* disciplinados pelos diferentes ordenamentos jurídicos. Menos claras, porém, são as razões que induziram o legislador italiano a fazer tal escolha e, conseqüentemente, a relevância prática e sistemática da categoria. É, em primeiro lugar, possível que o legislador italiano tenha tido por intenção atribuir à categoria a função residual de sujeitar à disciplina dos contratos de garantia financeira todas as *fattispecie* legalmente típicas nas quais uma causa legítima de preferência sobre bens determinados pode derivar de um acordo das partes (...). Segundo uma outra leitura, o ‘contrato de garantia real tendo por objecto instrumentos financeiros’ serviria para sujeitar à disciplina dos contratos de garantia financeira todas aquelas operações do mercado financeiro nas quais se possa observar a estrutura *supra* descrita” (A. V. GUCCIONE, *I Contratti di Garanzia Finanziaria*, op. cit., págs. 43-45, trad. nossa).

¹⁴ Embora não tratemos de tal matéria por agora, não pode deixar-se ignoto o problema da compatibilidade entre tal disposição e o princípio da tipicidade dos direitos reais consagrado no direito português (art. 1306.º do Código Civil), por parecer ser admitida uma categoria de *garantia financeira atípica*. Também assim, F. SARTORI, “I contratti di garanzia finanziaria...”, op. cit., pág. 4, ANDREA ROZZI e FERDINANDO BRUNO, “La collateralizzazione...”, op. cit., pág. 1233 (para estes dois últimos autores, porém, trata-se de uma forma de assegurar a aceitação futura de novas práticas de garantia financeira, colocando-se o legislador italiano em posição de concorrer com os direitos de *common law* – *idem*, pág. 1234).

¹⁵ F. SARTORI, “I contratti di garanzia finanziaria...”, op. cit., pág. 7.

¹⁶ O art. 1.º, n.º 3 da Directiva previa uma cláusula de *opt-out* quanto a pessoas colectivas não financeiras: “os Estados-Membros podem excluir do âmbito de aplicação da presente directiva os acordos de garantia financeira em que uma das partes seja uma pessoa na acepção da alínea e) do n.º 2”, ou seja, “uma pessoa que não seja uma pessoa singular, incluindo as empresas não constituídas em sociedade e os agrupamentos, desde que a outra parte seja uma instituição, tal como definida nas alíneas a) a d)”. Enquanto a Áustria usou totalmente desta abertura, nenhum dos outros Estados-Membros o fez, embora nem todos tenham sido uniformes na definição do âmbito subjectivo dos contratos (para mais desenvolvimentos, v. *Relatório da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu – Relatório de Avaliação Sobre a Directiva 2002/47/CE Relativa aos Acordos de Garantia Financeira*, págs. 9-10).

gestão da dívida pública ou que intervenham nesse domínio e os autorizados a deter contas de clientes, como o recurso à expressão “incluindo” na al. *a*) permite concluir.

6. O penhor financeiro, assim como a alienação fiduciária em garantia, é garantia acessória de uma obrigação financeira que, nos termos do art. 4.º, se define como qualquer obrigação cuja prestação consista numa liquidação em numerário ou na entrega de instrumentos financeiros.¹⁷

7. O penhor financeiro poderá onerar tanto numerário como instrumentos financeiros. Ambas as expressões encontram definição nas alíneas do art. 5.º: numerário será “o saldo disponível de uma conta bancária, denominada em qualquer moeda, ou créditos similares que confirmam direito à restituição de dinheiro, tais como depósitos no mercado monetário” (al. *a*)); e instrumentos financeiros, segundo a alínea *b*), são entendidos como “valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário e créditos ou direitos relativos a quaisquer dos instrumentos financeiros referidos.”¹⁸

8. Tendo em conta o que se disse nos números anteriores, só os contratos em que sejam observáveis estas características dos sujeitos, do objecto e da obrigação garantida serão contratos de garantia financeira. Em tal não sucedendo, não há um contrato de garantia financeira, mas um qualquer outro contrato. Nesse caso, ter-se-á de recorrer às regras gerais sobre constituição de garantias reais, nomeadamente ao princípio da tipicidade dos direitos reais (art. 1306.º do Código Civil), nos termos do qual as restrições ou limitações ao direito de propriedade que não correspondam aos direitos de natureza real taxativamente previstos na lei devem entender-se como direitos de natureza obrigacional. O que, todavia, não afasta o recurso ao art. 293.º do Código Civil¹⁹, que abre caminho à conversão do negócio concretamente celebrado pelas partes num outro

¹⁷ O art. 2.º, n.º 1, al. *f*) da Directiva procura auxiliar na delimitação das obrigações que podem ser garantidas: “i) obrigações presentes ou com prazo certo, efectivas, condicionais ou futuras, incluindo as obrigações decorrentes de um acordo principal ou de um instrumento semelhante; ii) obrigações em relação ao beneficiário da garantia, a cargo de uma pessoa que não o prestador da garantia; iii) obrigações ocasionais, de uma determinada categoria ou tipo”. Mas, na verdade, fez bem o legislador português em não transcrever estas orientações da Directiva, na medida em que em nada adiantam ao que já se admitia no regime comum do penhor.

¹⁸ Também quanto ao objecto das garantias financeiras a Directiva continha uma cláusula de *opt-out*: “os Estados-Membros podem excluir do âmbito de aplicação da directiva a garantia financeira que consista em acções próprias do prestador de garantia, em acções em empresas associadas na acepção da Directiva 83/349/CEE do Conselho, de 13 de Junho de 1983, relativa às contas consolidadas, e em acções em empresas cujo objectivo exclusivo consista em ser titular de meios de produção essenciais para a actividade empresarial do prestador de garantia ou de bens imóveis” (art. 1.º, n.º 4, al. *b*)). O Estado português optou por nela se não salvaguardar e a Dinamarca é o único Estado que usou desta faculdade; a Alemanha, por exemplo, exerceu parcialmente o direito (não serão garantias financeiras as que incidam sobre acções próprias do garante, nem as acções do garante em empresas associadas no sentido da Directiva 83/349/CEE se o garante ou empresa associada em questão for uma empresa ou outra pessoa compreendida na definição do art. 1.º, n.º 2, al. *e*) da Directiva (*Relatório da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu...*, op. cit., pág. 10).

¹⁹ PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado*, vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 1987, 2ª Edição, págs. 98 e ss..

direito real de garantia, nomeadamente num penhor de instrumentos financeiros. Se, por exemplo, um sujeito individual pretender aparecer como prestador de uma garantia financeira a favor de uma instituição de crédito, para cuja detenção transferiu um determinado número de valores mobiliários, não pode o negócio ser qualificado como penhor financeiro, mas apenas como penhor de valores mobiliários, desde que sejam respeitadas as normas constantes do Código de Valores Mobiliários (CVM), do Código das Sociedades Comerciais e do Código Civil.²⁰

b) Desapossamento

9. Para que os contratos de garantia financeira sejam válida e eficazmente celebrados, o bem que é objecto da garantia tem de ser “efectivamente prestado” (n.º 1 do art. 6.º), ou seja, “entregue, transferido, registado ou que de outro modo se encontre na posse ou sob o controlo do beneficiário da garantia ou de uma pessoa que actue em nome deste, incluindo a comosse ou o controlo conjunto com o proprietário” (n.º 2 do mesmo preceito). Assim sendo, os contratos de garantia financeira são reais quanto aos efeitos e quanto à constituição.

Lendo o nono considerando da Directiva compreende-se o que pretendeu o legislador comunitário: “a fim de limitar as formalidades administrativas a cumprir pelas partes que utilizam a garantia financeira (...) a única condição de validade susceptível de ser imposta pelo direito nacional relativamente à garantia financeira deve ser a entrega, a transferência, a detenção, o registo ou a designação dos títulos fornecidos a título dessa garantia *por forma a que estejam na posse ou sob o controlo do beneficiário da garantia* ou de uma pessoa que actue em nome do beneficiário da garantia, não excluindo técnicas de garantia que permitam ao prestador da garantia substituir a garantia ou retirar o seu excedente.”²¹ O desapossamento vem, assim, a ser entendido na sua acepção funcional, ou seja, o que releva é que a disponibilidade do bem seja subtraída ao devedor²², ao mesmo tempo que se dá publicidade à garantia.

²⁰ Porém, não serão tão evidentes as coisas se se concluir que as partes pretendiam celebrar um contrato de alienação fiduciária em garantia (por exemplo, duas pessoas singulares celebram um contrato pelo qual se transfere, para o credor, a propriedade de acções de uma sociedade anónima com o objectivo de garantir o cumprimento de um contrato de mútuo). Fora dos padrões impostos pelo Decreto-Lei n.º 105/2004, a validade deste tipo de garantia não reúne consenso entre a doutrina e a jurisprudência portuguesas, correndo-se o risco da conversão em negócio jurídico de natureza obrigacional (também por aplicação do art. 1306º Código Civil) ou, por aplicação do art. 293.º, num penhor, como, aliás, se reconhece no Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 105/2004 (final do quarto parágrafo). Sobre a aceitação da alienação fiduciária em garantia no direito português *vide*, por exemplo, DIOGO LEITE DE CAMPOS e MARIA DE VAZ TOMÉ, *A Propriedade Fiduciária [Trust] – Estudo para a sua Consagração no Direito Português*, Almedina, Coimbra, 1999, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, Almedina, Coimbra, 2002, págs. 269 e ss., MARGARIDA COSTA ANDRADE, *Locação Financeira de Acções*, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, págs. 157 e ss. e 170 e ss., “Propriedade fiduciária”, *Actas do II Seminário Luso-Brasileiro de Direito Imobiliário e Registral*, Coimbra Editora, Coimbra, 2009, págs. 55 e ss..

²¹ Itálicos nossos. Na verdade, um dos problemas já identificados nas técnicas de redução do risco de crédito é o facto de a sua constituição muitas vezes implicar elevados custos, além de as partes terem dificuldade em conhecer e compreender que requisitos são exactamente exigidos pelos ordenamentos jurídicos em contacto com o contrato (A. V. GUCCIONE, *I Contratti di Garanzia Finanziaria*, op. cit., págs. 7 e 14).

²² Também assim, F. SARTORI, “I contratti di garanzia finanziaria...”, op. cit., pág. 9 e LORENZO BENEDETTI, “Il pegno nel d. Euro e in quello sulle garanzie finanziarie (spossessionamento, rotatività)”, acessível no sítio da Università Cattolica del Sacro Cuore (www3.unicatt.it/unicattolica/Dottorati/DirittoCommerciale/Allegati/Benedetti27gennaio2006.pdf), pág. 11.

10. Tendo em conta os termos alargados por que o Decreto-Lei n.º 105/2004 vem compreender e aceitar o desapossamento, podemos perguntar se foram atenuadas as regras de constituição da garantia pignoratícia por comparação com o que se exige no penhor de valores mobiliários.

No art. 81.º CVM torna-se o penhor sobre valores mobiliários *escriturais* dependente do *registo na conta do titular dos valores mobiliários*, com indicação da quantidade de valores mobiliários dados em penhor, da obrigação garantida e da identificação do beneficiário (n.º 1), embora se admita que o penhor seja constituído por *registo em conta do credor pignoratício*, quando o direito de voto lhe tenha sido atribuído (n.º 2). Já sendo os valores mobiliários *titulados*, a constituição do penhor implica o cumprimento das mesmas formalidades impostas para a transmissão (art. 103.º CVM), ou seja, o penhor sobre valores mobiliários titulados *ao portador* constitui-se pela *entrega do título* ao credor ou ao depositário por ele indicado (art. 101.º CVM) e o penhor sobre valores mobiliários titulados *nominativos* constitui-se por *declaração do empenhamento, no título*, a favor do credor, seguida de *registo junto do emitente* ou do intermediário financeiro que o represente (art. 102.º CVM).²³ Também estas formalidades são manifestação do desapossamento típico das garantias possessórias: a função a cumprir é impedir que o prestador transmita a coisa onerada fazendo perigar a garantia do credor pignoratício, ao mesmo tempo que se publicita o encargo. Ora, acreditamos que as formalidades impostas por estas normas do CVM continuam a ter de ser cumpridas pelos sujeitos elencados no art. 3.º quando pretendam celebrar um acordo de garantia financeira, precisamente porque elas são a garantia de que uma eventual tentativa de alienação pelo devedor ficará impossibilitada: o título não pode ser entregue ao adquirente, porque quem o detém é o credor pignoratício; não pode registar-se na conta do adquirente valores mobiliários precisamente porque os valores mobiliários *escriturais* estão inscritos na conta do credor pignoratício ou porque na conta do alienante está inscrito o penhor a favor daquele.²⁴

11. Sem desapossamento não há penhor, na medida em que o Decreto-Lei n.º 105/2004 excepciona a aplicação do princípio da consensualidade (art. 408.º do Código Civil). Mas, significará isto que nada ligará as partes entre si? Cremos ser esta hesitação justificada a partir do

²³ Desde que os valores mobiliários titulados não estejam depositados junto de depositário indicado pelo credor (caso em que o penhor se constituirá pelo registo em conta deste – arts. 101.º e 103.º CVM) ou desde que não estejam integrados em sistema centralizado (caso em que se aplicam as regras dos valores mobiliários *escriturais* – art. 105.º CVM).

²⁴ No mesmo sentido, para o direito italiano (mais uma vez, muito próximo do português), L. BENEDETTI, “Il pegno del d. Euro...”, op. cit., pág. 4: “no sistema desmaterializado, se é com o registo na conta do intermediário que o titular do mesmo fica legitimado para dispor dos instrumentos financeiros, com o registo do vínculo numa conta específica realiza-se, em benefício do credor, a indisponibilidade por parte do titular da conta” (trad. nossa).

momento em que, aquando da leitura de vários preceitos do Decreto-Lei n.º 105/2004, se observa um constante tratamento simultâneo e paralelo entre o contrato de garantia financeira e a prestação da garantia.

No art. 6.º, n.º 1 estatui-se que “o presente diploma é aplicável às garantias financeiras *cujo objecto tenha sido efectivamente prestado*”, pelo que parece haver já algo ligando as partes entre si *antes do desapossamento*, sendo este que abre as portas aos efeitos descritos no Decreto-Lei n.º 105/2004. No art. 7.º, n.º 1 lê-se que “o presente diploma é aplicável aos contratos de garantia financeira e às garantias financeiras cuja *celebração e prestação* sejam susceptíveis de prova por documento escrito”; e no art. 8.º, n.º 1 que “sem prejuízo do disposto nos artigos 6.º e 7.º, a validade, a eficácia ou a admissibilidade como prova de um contrato de garantia financeira e de prestação de uma garantia financeira não dependem de realização de um qualquer acto formal”. Mas, significativamente mais impressivos são os artigos 17.º e 18.º. Segundo o n.º 1 do artigo 17.º, “os contratos de garantia financeira celebrados e as garantias prestadas *ao abrigo desses contratos* não podem ser resolvidos pelo facto de *o contrato ter sido celebrado ou a garantia prestada*: a) no dia de abertura de um processo de liquidação ou da adopção de medidas de saneamento, desde que antes de proferido o despacho, a sentença ou decisão equivalente; b) num determinado período anterior definido por referência i) à abertura de um procedimento de liquidação ou à adopção de medidas de saneamento; ii) à tomada de qualquer outra medida ou à ocorrência de qualquer outro facto no decurso desse processo ou dessas medidas.” Do que pode concluir-se que, independentemente da fase em que se encontre o *iter* negocial, seja um contrato sem desapossamento, seja um contrato com desapossamento, o beneficiário da garantia encontra protecção face ao processo de insolvência e às medidas de saneamento. Já no artigo 18.º, n.º 2 condiciona-se esta protecção à boa fé do beneficiário *quanto a “contratos de garantia financeira celebrados e [a] garantias financeiras prestadas* após a abertura de processos de liquidação e a adopção de medidas de saneamento” — ou seja, aquela condição aplica-se aos contratos celebrados após aqueles processos e medidas, mesmo que ainda não tenha havido prestação da garantia. O que, aliás, já advém do texto do artigo 8.º da Directiva 2002/47/CE, em cujo n.º 1 se dispõe que “os Estados-Membros asseguram que um acordo de garantia financeira *bem como* a prestação de uma garantia financeira *ao abrigo desse acordo* não possam ser declarados inválidos ou nulos pelo simples facto de ter entrado em vigor o *acordo de garantia financeira ou ter sido prestada a garantia financeira...*”; e em cujo n.º 2 se lê que “os Estados-Membros asseguram que, quando um acordo de garantia financeira ou uma obrigação financeira coberta tiver entrado em vigor, *ou* quando a garantia financeira tiver sido prestada na data de um processo ou da tomada das referidas medidas, o acordo produza efeitos jurídicos e seja oponível a terceiros no caso de o beneficiário da garantia poder provar que não tinha conhecimento, nem deveria ter tido conhecimento da abertura

desse processo ou da tomada dessas medidas.” Entendendo-se que “na presente directiva, as referências à garantia financeira que é ‘prestada’ ou à ‘prestação’ de uma garantia financeira dizem respeito à garantia financeira que é entregue, transferida, detida, registada ou objecto de outro tratamento de tal modo que esteja na posse ou sob o controlo do beneficiário da garantia ou de uma pessoa que actue em nome do beneficiário da garantia” (n.º 2 do artigo 2.º). Considera FILIPPO ANNUNZIATA que este artigo “proíbe os Estados membros de prever a nulidade, a anulabilidade ou a ineficácia dos contratos de garantia financeira pelo simples facto de que o contrato relativo *se perfeccionou* no dia da decisão do procedimento, mas anteriormente a que tenha sido proferido o despacho ou a sentença”.²⁵ E continua: “o mesmo deve dizer-se para os contratos *perfeccionados* no curso ‘de um determinado período antecedendo a decisão de tais processos ou medidas’; também neste caso o princípio diz respeito tanto à conclusão do contrato como à prestação da garantia. (...). A disposição (...) pretende também evitar (...) a invalidação dos contratos *pelo simples facto de terem sido concluídos (ou a garantia ter sido prestada)* num determinado arco temporal antecedendo a decisão dos procedimentos de insolvência”.²⁶

Tudo isto permite-nos suspeitar de que o legislador *não deixa de conceder relevância ao contrato de garantia financeira mesmo antes do desapossamento*. Que relevância será esta, porém? Cremos que logo do acordo de vontades entre o prestador e o beneficiário da garantia decorrerão efeitos obrigacionais (nomeadamente, permitindo ao credor exigir que sejam cumpridos os actos necessários à efectivação do desapossamento) e também se iniciará a protecção de qualquer um dos sujeitos face à insolvência ou à sujeição a medidas de saneamento da contraparte. Já os efeitos garantísticos só poderão desencadear-se uma vez ocorrido o desapossamento, que funcionará, então, como uma espécie de condição suspensiva para os efeitos típicos da garantia: a entronização do beneficiário na posição de credor pignoratício, com todas as faculdades inerentes (assim sendo, se o devedor não cumprir a obrigação financeira garantida e não tiver havido desapossamento, o credor não poderá recorrer à execução do bem – que se pretendia – onerado, mas será antes tratado como qualquer credor comum²⁷).²⁸

c) Prova e formalidades

12. No art. 3.º, n.º 1 da Directiva estabelece-se que “os Estados-Membros não exigirão que a constituição, validade, conclusão, exequibilidade ou admissibilidade enquanto prova de um acordo de garantia financeira ou a prestação de uma garantia financeira ao abrigo de um acordo de garantia

²⁵ “Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie”, *BBTC*, 2, 2003, pag 219, trad. e itálico nossos.

²⁶ *Idem, ibidem*, trad. e itálico nossos.

²⁷ Com as especificações, embora, relativas à protecção face à insolvência.

²⁸ A conclusão será, assim, diferente daquela a que se chegaria estando perante um penhor de coisa sem entrega, dado que, enquanto esta não se dá, pode entender-se que as partes estão já ligadas, mas apenas por um contrato-promessa de penhor (*pactum de pignori dando*) – cfr. ADRIANO VAZ SERRA, “Penhor de coisa”, *BMJ*, n.º 58, 1956, págs. 141 e ss.

financeira estejam subordinadas à realização de um qualquer acto formal”. Mas, no n.º 2 logo se acrescenta que isto “não prejudica o facto de a presente directiva só se aplicar à garantia financeira quando esta tiver sido prestada *e for possível fazer prova por escrito dessa prestação e quando for possível fazer prova do acordo de garantia financeira, por escrito ou de uma forma juridicamente equivalente*”. Isto melhor se compreende lendo o décimo considerando da Directiva: “a presente directiva deve *proporcionar o equilíbrio entre a eficácia do mercado e a segurança das partes no acordo e de terceiros, evitando desse modo mormente o risco de fraude*. Esse equilíbrio será alcançado pelo facto de o âmbito de aplicação da directiva abranger apenas os acordos de garantia financeira que prevêm alguma forma de desapossamento, ou seja, a prestação de garantia financeira, e quando a prestação de garantia financeira possa ser provada por escrito ou num suporte duradouro, garantindo desse modo a rastreabilidade dessa garantia.”

Por isso, o art. 7.º vem reduzir o âmbito de aplicação do Decreto-Lei n.º 105/2004 aos contratos de garantia financeira e às garantias financeiras “cuja celebração e prestação sejam susceptíveis de prova por documento escrito” (n.º 1), ao que equivale o registo em suporte electrónico ou em outro suporte duradouro equivalente (n.º 2). É essencial — independentemente, portanto, da concreta forma de documento escrito — que este permita identificar o objecto correspondente (n.º 3), para o que basta, segundo o n.º 4, *b*), e para as garantias financeiras *sobre valores mobiliários escriturais*, que se faça o registo do penhor na conta do titular ou, nos termos da lei, na conta do beneficiário.²⁹ Assim sendo, o modo do desapossamento dos valores mobiliários escriturais será suficiente para cumprir este requisito formal. E o mesmo vale para os valores mobiliários titulados nominativos. Mas, para os titulados ao portador já será necessária a forma escrita³⁰, ao contrário do que acontece com o penhor de valores mobiliários em geral (que não está sujeito a qualquer forma, apenas sendo exigidas aquelas formalidades já descritas, sob pena de o contrato não produzir os seus efeitos, para além dos efeitos *inter partes* de natureza obrigacional³¹). Porém, trata-se de uma forma *ad probationem*: isto é, sem que as partes tenham reduzido o contrato a escrito, o contrato de garantia financeira não será nulo (art. 220.º do Código Civil), mas a prova da sua existência só pode ser feita por escrito, por forma mais solene ou por confissão (art. 364.º, n.º 2 do Código Civil).³²

²⁹ No penhor financeiro sobre numerário será suficiente o registo na conta do prestador e, na alienação fiduciária em garantia, o registo do crédito na conta do beneficiário. Já se a alienação fiduciária em garantia incidir sobre valores mobiliários escriturais, será bastante o registo da aquisição fiduciária (art. 4.º, *a*)).

³⁰ Também assim, F. ANNUNZIATA, “Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie”, *BBTC*, 2, 2003, pág. 206.

³¹ Também neste sentido, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, Almedina, Coimbra, 2009, 3ª Edição, pág. 378.

³² Neste sentido também F. SARTORI, “I contratti di garanzia finanziaria...”, *op. cit.*, pág. 10. Em sentido divergente, EUGENIO M. MASTROPAOLO, “La nuova normativa europea sui contratti di garanzia finanziaria (direttiva 2002/47/CE del 6 Giugno 2002)”, *Rivista del Diritto Commerciale*, 2003, I, pág. 520 (n. 3), F. ANNUNZIATA, “Verso una disciplina comune...”, *op. cit.*, pág. 207. Para uma distinção entre forma *ad substantiam* e forma *ad probationem* ver, por exemplo, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, Almedina, Coimbra, 2007, 4ª Edição, pág. 707.

3. O penhor financeiro com direito de disposição

13. Como tivemos já oportunidade de referir no início deste trabalho, o Decreto-Lei n.º 105/2004 admite três modalidades distintas de penhor financeiro. Sendo as características essenciais as presentes nos arts. 3.º a 7.º, as partes podem ficar-se pela celebração de um contrato de penhor financeiro, podem nele integrar uma cláusula concedendo ao credor um direito de disposição ou podem acrescentar ao penhor financeiro um pacto comissório.³³ Só o penhor financeiro com direito de disposição será objecto de particular atenção nas próximas páginas, mas não resistimos a deixar duas ou três palavras sobre o penhor financeiro com pacto comissório.

No art. 11º, sob a epígrafe “pacto comissório”, lê-se, logo no n.º 1, que, “no penhor financeiro, o beneficiário da garantia pode proceder à sua execução, fazendo *seus* os instrumentos financeiros dados em garantia: *a)* se tal tiver sido *convencionado* pelas partes; *b)* se houver acordo das partes relativamente à *avaliação* dos instrumentos financeiros.” O disposto nesta alínea *b)* não prejudica, contudo, qualquer obrigação legal de proceder à realização ou avaliação da garantia financeira e ao cálculo das obrigações financeiras garantidas de acordo com critérios comerciais razoáveis (n.º 3). Mas, em exercendo o direito previsto no n.º 1, “o beneficiário da garantia fica obrigado a *restituir* ao prestador o montante correspondente à *diferença entre o valor* do objecto da garantia e o montante das obrigações financeiras garantidas” (n.º 2).

A admissibilidade do pacto comissório tem sido assinalada como um dos aspectos mais revolucionários trazidos pelo Decreto-Lei n.º 105/2004, constituindo “uma brecha relevante na proibição genérica de tal cláusula, que é (ou era...) normalmente tida como um princípio da ordem jurídica portuguesa”.³⁴ E isto não deixa de ser reconhecido pelo legislador: “*outra das novidades mais significativas deste diploma (...)* corresponde à aceitação do pacto comissório, em desvio da regra consagrada no artigo 694.º do Código Civil. Com efeito, desde que as partes o convencionem e acordem na forma de avaliação dos instrumentos financeiros dados em garantia, permite-se excepcionalmente que o beneficiário execute a garantia por apropriação do objecto desta, ficando obrigado a restituir o montante correspondente à diferença entre o valor do objecto da garantia e o montante da dívida. Este ‘direito de apropriação’ visa dar resposta à necessidade de existência de mecanismos de execução das garantias sobre activos financeiros que, não pressupondo

³³ Não cremos que seja impossível, todavia, associar estas duas últimas modalidades.

³⁴ RUI PINTO DUARTE, *Curso de Direitos Reais*, Principia, Estoril, 2007, 2ª Edição, p. 235. Também salientando a relevância desta norma, JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros – Direito Europeu e Português*, tomo I, Almedina, Coimbra, 2007, 2ª Edição, pp. 228-229

necessariamente a venda destes, permitam ver reduzidos os riscos decorrentes da potencial desvalorização do bem.”³⁵

Preferiu-se, assim, tutelar a celeridade e a redução de formalidades (pois que a apropriação é preferível a uma venda quando esteja envolvida uma imensa massa de um particular tipo de instrumentos financeiros³⁶), atenuando-se os princípios *favor debitoris* e *par conditio creditorum*.³⁷ De qualquer forma, ao admitir-se um controlo *a posteriori* pelos tribunais “permitir[-se-] já verificar se a realização ou determinação do valor dos instrumentos financeiros empenhados foi efectuada de acordo com critérios comerciais razoáveis, justamente em nome da protecção do autor do penhor e de terceiros credores”.^{38 39}

14. É no art. 9.º, n.º 1 que se admite que ao beneficiário da garantia pignoratícia seja atribuído o *direito de disposição* sobre o objecto desta, isto é, como explica o n.º 2, ao beneficiário são concedidos “os poderes de alienar ou onerar o objecto da garantia prestada, nos termos previstos no contrato, *como se fosse seu proprietário*.”⁴⁰

³⁵ Preâmbulo, it. nosso. É verdade que no art. 675.º, n.º 2 do Código Civil se admite a adjudicação da coisa ao credor, mas isso só é possível se houver acordo nesse sentido e *depois de intervenção judicial*.

³⁶ GULENAY RUSEN, “Financial collateral arrangements”, *Journal of International Commercial Law and Technology*, vol. 2, n.º 4, pág. 253.

³⁷ F. SARTORI, “I contratti di garanzia finanziaria”, op. cit., pág. 12, F. ANNUNZIATA, “Verso una disciplina comune...”, op. cit., pág. 213.

³⁸ J. CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros...*, op. cit., p. 229. A este propósito v., ainda, ISABEL ANDRADE DE MATOS, *O Pacto Comissório – Contributo para o Estudo do Âmbito da sua Proibição*, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 150 e ss.. A propósito desta modalidade do penhor financeiro tem de referir-se a posição de PESTANA DE VASCONCELOS, para quem se não trata aqui de um verdadeiro pacto comissório, mas de um pacto marciano, na medida em que se prevê a restituição ao devedor da diferença entre a dívida garantida e o valor dos valores mobiliários empenhados. Segundo este autor, “o pacto marciano consistirá numa convenção pela qual, em caso de incumprimento por parte do devedor, se transmite a propriedade da coisa objecto da garantia ao credor, que é obrigado a entregar ao devedor a diferença entre a dívida e o valor deste, valor esse que é fixado depois do inadimplemento por um terceiro independente (o que será dispensável se o bem tiver um valor de mercado. (...) A lei consagrou recentemente no âmbito do penhor financeiro (...) um caso de pacto marciano embora o legislador tenha proclamado, mal, no preâmbulo do diploma que se trata de um caso lícito de pacto comissório e, portanto, de um ‘desvio da regra consagrada no art. 694.º do Código Civil’. (...) O pacto comissório impede (...) que o credor possa fazer seu o objecto da garantia (...), sem ter que entregar ao devedor a diferença entre a dívida e o seu valor (independentemente avaliado). Não estamos perante um pacto comissório, mas face ao pacto marciano, quando o credor pode fazer seu o objecto da garantia (...), mas este tem de ser avaliado de forma independente, e o beneficiário da garantia tem que restituir à outra parte o excedente entre o seu valor e o montante da dívida. Ora, esse é o mecanismo que, globalmente, nos seus pontos mais relevantes, se consagra no preceito em análise. Daí que, ao contrário do que se proclama no preâmbulo, não há aqui qualquer excepção à proibição do pacto comissório, que se mantém intocada; consagrou-se a este propósito foi o pacto marciano” — LUÍS MIGUEL D. P. PESTANA DE VASCONCELOS, *A Cessão de Créditos em Garantia e a Insolvência — Em Particular da Posição do Cessionário na Insolvência do Cedente*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, págs. 633-634, n. 1224).

³⁹ Previa-se na Directiva uma cláusula de *opt-out* para o procedimento de apropriação (art. 4.º, n.º 3), mas todos os 25 Estados-membros reconheceram a apropriação e adoptaram-na nos seus ordenamentos jurídicos (*Relatório da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu...*, op. cit., pág. 10).

⁴⁰ Este direito de disposição pode também ser designado como *horizontal right of use* para distinguir-se do *vertical right of use*, que consiste na concessão do direito de disposição ao *depositário* de valores mobiliários, caso em que deverá considerar-se constituída uma relação fiduciária entre ele e o proprietário dos valores mobiliários. Cfr. *Report on a “Right of Use” for Collateral Takers and Custodians*, 2003, AA. VV., acessível no sítio ideas.repec.org/p/wpa/wuwple/0308001.html, pág. 2.

O direito de disposição é, segundo o legislador português, atribuído ao credor com o intuito de “aumentar a liquidez dos respectivos mercados”⁴¹: concedendo-se este direito ao credor, permite-se o incremento da circulação dos títulos no mercado, com consequentes vantagens tanto para o financiador como para o financiado. O primeiro gozará de uma maior flexibilidade operativa e de novas possibilidades de obtenção de fundos por força da reutilização, na medida em que pode usar os instrumentos financeiros empenhados para garantir operações financeiras próprias ou aliená-los para financiar negócios do seu próprio interesse (e por pouco ou nenhum custo), o que não é possível quando os títulos se encontram imobilizados na propriedade do devedor. Este último, por seu turno, aproveita de um menor custo do financiamento precisamente porque os riscos que o financiador corre ficam mitigados com a re-utilização.⁴²⁻⁴³

15. O art. 9.º, n.º 1 oferece três importantes elementos textuais. Primeiramente, faz-se bem notar a natureza supletiva da atribuição do poder de disposição. Este não surge automaticamente pela constituição da garantia financeira, mas deve formar objecto de um pacto específico entre as partes, que disciplinará completamente as modalidades do seu exercício. Porém, o exercício deste direito depende, quanto aos *valores mobiliários escriturais*, da menção no respectivo registo em conta e, quanto aos *titulados*, de menção na *conta de depósito* (n.º 3)⁴⁴. Sem esta menção o acordo de vontades não produzirá quaisquer efeitos — pelo que se encontrará o credor destituído da faculdade de disposição, embora garantido por um penhor financeiro simples ou com pacto comissório.

Em segundo lugar, habilitado para *dispor* dos instrumentos financeiros, o credor pignoratício pode constituir garantia real em favor de um seu credor, seja um penhor financeiro, seja uma alienação fiduciária em garantia, mas também optar por aliená-los. Naturalmente, o mesmo direito não se prevê para o credor garantido pela alienação fiduciária em garantia, pois que enquanto proprietário já está automaticamente habilitado a dispor do objecto da garantia.⁴⁵ A alienação fiduciária em garantia apresenta, então, uma vantagem imediata face ao penhor financeiro

⁴¹ Preâmbulo.

⁴² REMO TAROLLI, “Le garanzie finanziarie: il diritto di utilizzazione dell’oggetto della garanzia”, *Giurisprudenza Commerciale*, n.º 6, 2005, I, pág. 873.

⁴³ Tendo em conta que garantir a maior liquidez do mercado financeiro comunitário era o principal objectivo da Directiva, compreende-se que, contrariamente ao que sucedeu com a admissibilidade do pacto comissório, não tenha sido prevista qualquer cláusula de *opt-out* quanto ao direito de disposição. Consequentemente, todos os Estados-membros implementaram, de modo mais ou menos directo, a técnica do direito de uso nas suas legislações nacionais (cfr. *Relatório da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu...*, op. cit., pág. 11).

⁴⁴ Para os que se encontrem depositados. Para os restantes, terá de haver menção no título, a não ser para os que estejam integrados em sistema centralizado (*vide supra*).

⁴⁵ No mesmo sentido, REMO TAROLLI, “Le garanzie finanziarie...”, op. cit., pág. 873, A. V. GUCCIONE, *I Contratti di Garanzia Finanziaria*, op. cit., pág. 128, FERNANDO ZUNZUNEGUI, “Una aproximación a las garantías financieras”, *Revista de Contratación Electrónica*, 65, 2005, pág. 7. Talvez por isto mesmo a definição de direito de disposição contida na Directiva apenas se refira ao poder que é atribuído ao credor nos termos de um “acordo de garantia financeira com constituição de penhor” (art. 2.º, n.º 1, al. m)).

com direito de disposição: o prestador da garantia sabe exactamente o que sucede com os instrumentos financeiros que onerou, pois que, quando constitui esta garantia, perde imediatamente a propriedade; ao passo que na garantia pignoratícia tal não acontece necessariamente, dependendo de o credor exercer ou não o direito de disposição, assim como do modo por que o exerce.⁴⁶ E por isto se discute, ao nível do projecto UNIDROIT, se deve ou não permitir-se que o garantido seja titular de um direito de disposição — o objectivo de aumentar a liquidez do mercado é directamente cumprido pela alienação fiduciária em garantia, instituto menos “ambíguo” que o penhor financeiro, que, na verdade, não só transporta alguma instabilidade para o prestador da garantia, mas também para o próprio emitente dos valores mobiliários, para quem é determinante saber quem é o proprietário deles, se o prestador se o garantido, nomeadamente para saber quem é o titular do direito de voto e a quem deve pagar os lucros.⁴⁷

Em terceiro lugar, o art. 9.º, n.º 2 também limita o exercício do direito de disposição aos “termos previstos no contrato”. Esta liberdade que é concedida às partes permite que a concessão de tal direito não seja equivalente a colocar o destino dos instrumentos financeiros na absoluta discricionariedade do credor. Será possível, então, condicionar o exercício do direito à verificação de um ou mais pressupostos, como certas situações do mercado ou o cumprimento de determinados actos pelo credor (uma comunicação preventiva, por exemplo).⁴⁸ Tal liberdade conhecerá, contudo, limites: não podem as partes acordar no sentido de que o credor fica dispensado da obrigação de restituição ou da obrigação de compensar o devedor por uma eventual diferença entre a dívida garantida e o valor dos instrumentos financeiros empenhados ao tempo do vencimento da obrigação. De facto, no segundo caso, estar-se-ia a admitir uma posição de significativo desequilíbrio contratual entre devedor e credor – se é verdade que o Decreto-Lei n.º 105/2004 é tendencialmente *pro creditoris*, isso não significa que o legislador esteja preparado para assistir ao injusto locupletamento do credor à custa do devedor. Como, aliás, se prova, por exemplo, no art. 11.º (o pacto comissório, para ser válido, tem de constar de um acordo quanto à avaliação dos instrumentos financeiros, sem que tal prejudique “qualquer obrigação legal de proceder à realização ou avaliação da garantia financeira e ao cálculo das obrigações financeiras garantidas de acordo com critérios comerciais razoáveis” – cfr. n.º 1, al. *b*) e n.º 3) ou no art. 10.º, n.º 1, *c*) (o credor pode livrar-se da obrigação de restituição por meio de compensação, sendo o crédito do prestador avaliado segundo critérios comerciais razoáveis). Já quanto à primeira hipótese, a sua possibilidade exclui-se pelas mesmas razões: ou há compensação ou apropriação nos termos em que o legislador os aceita ou, então, terá de haver restituição. Quanto à possibilidade de limitar o poder de disposição do credor à prática de um certo tipo de negócios (por exemplo, o credor estar autorizado

⁴⁶ *Report on a “Right of Use”...*, op. cit., pág. 3.

⁴⁷ *Idem*, op. cit., pág. 9.

⁴⁸ No mesmo sentido, A. V. GUCCIONE, *I Contratti di Garanzia Finanziaria*, op. cit., pág. 132.

a alienar os instrumentos financeiros, mas não a subempenhá-los) temos algumas dúvidas. Ainda que tal não compromettesse integralmente a liberdade do credor de usar os instrumentos financeiros em seu próprio interesse, possivelmente limitá-la-ia de modo incompatível com o que pretende o legislador.

Caso o credor disponha dos instrumentos financeiros onerados sem que lhe tenha sido concedido tal direito, sem que a “autorização” de disposição tenha sido reduzida a escrito, sem que tenham sido cumpridas as formalidades descritas no n.º 3 do art. 9.º ou sem que se tenham verificado os termos condicionantes do exercício do direito, o credor actuou sobre coisa alheia sem legitimidade para tanto, assim se permitindo ao devedor recorrer a uma acção de reivindicação (como proprietário que é dos instrumentos financeiros empenhados) ou a uma acção possessória.⁴⁹ Todavia, será necessário ter em conta o que se dispõe no art. 58.º CVM, nos termos do qual “ao adquirente de um valor mobiliário que tenha procedido de boa fé não é oponível a falta de legitimidade do alienante, desde que a aquisição tenha sido efectuada de acordo com as regras de transmissão aplicáveis”, o que “é aplicável ao titular de quaisquer direitos de garantia sobre valores mobiliários.” Consagrando-se, assim, e excepcionalmente no direito português, o princípio posse vale título.

Porque se trata de informação essencial para a prossecução da análise do penhor financeiro com direito de disposição, atendamos já ao disposto no art. 10.º, pelo qual se disciplinam os efeitos do exercício de tal direito. Até à data convencionada para o cumprimento das obrigações financeiras garantidas, o credor terá de restituir ao devedor pignoratício objecto equivalente ao empenhado originariamente, desde que haja cumprimento da obrigação de que o penhor é acessório (n.º 1, al. a)). Se as partes nisso tiverem acordado, a obrigação de restituição poder-se-á dar por cumprida pela entrega de quantia em dinheiro correspondente ao valor que o objecto da garantia tem no momento do vencimento da obrigação de restituição, “segundo critérios comerciais razoáveis” e nos termos acordados (n.º 1, al. b)); ou o credor pode “livrar-se da sua obrigação de restituição por meio de compensação, sendo o critério do prestador avaliado nos termos da alínea anterior” (n.º 1, al. c)). Em se verificando a primeira hipótese, o objecto equivalente substituirá, para todos os efeitos, o que foi empenhado no momento da celebração do contrato de garantia financeira, e considera-se como tendo sido prestado no momento da prestação desta (n.º 3). Objecto equivalente, no caso de instrumentos financeiros, serão “instrumentos financeiros do mesmo emitente ou devedor, que façam parte da mesma emissão ou categoria e tenham o mesmo valor nominal, sejam expressos na mesma moeda e tenham a mesma denominação, ou outros instrumentos financeiros, quando o contrato de garantia financeira o preveja, na ocorrência de um facto respeitante ou relacionado com os instrumentos financeiros prestados enquanto garantia financeira original” (art. 13º, ii)).

⁴⁹ *Idem, ibidem.*

16. A concessão de um direito de disposição ao credor pignoratício financeiro é, à primeira vista, motivo de apreensão e desconforto. Não apenas porque se concede um poder que não faz parte dos quadros tradicionais do penhor ou, genericamente, das garantias reais, mas também porque regularmente se vê justificada tal opção como resultado da influência do direito anglo-saxónico e, do mesmo passo, da intervenção do legislador comunitário no reduto do direito privado.

Porém, algumas especificações devem ser feitas: em primeiro lugar, não podemos tratar o direito anglo-saxónico de uma só penada; em segundo lugar, na legislação continental europeia não é verdadeiramente nova a concessão do direito de disposição da coisa ao credor pignoratício, no que não é excepção o direito português.

No direito norte-americano, o regime jurídico das garantias consta do art. 9.º do *Uniform Commercial Code*⁵⁰ e nele, de facto, se autoriza o beneficiário da garantia a dispor do bem onerado. Porém, são descritas as condições de exercício de tal direito. Tendo o credor um poder possessório sobre a coisa, está obrigado a usar de “*reasonable care in the custody and preservation of collateral in the secured party’s possession*” (§ 9-207, al. a)). Por outro lado, o credor pode usar ou dispor da coisa “(A) *for the purpose of preserving the collateral or its value; (B) as permitted by an order of a court having competent jurisdiction; or (C) except in the case of consumer goods, in the manner and to the extent agreed by the debtor*” (al. b) do mesmo artigo). Logo, embora o credor possa dispor do objecto da garantia, isso só é considerado legítimo para preservação do valor da coisa ou da integridade dela, se houver autorização judicial ou se houver expresso consentimento do devedor – à excepção, contudo, da oneração do bem com um novo direito real de garantia (*security interest*), que parece ser faculdade integrando os poderes do credor directamente atribuída pela lei (al. c) do § 9-207). Finalmente, a alienação do *collateral* só pode acontecer uma vez verificado o incumprimento: “*after default, a secured party may sell, lease, license, or otherwise dispose of any or all of the collateral in its present condition or following any commercially reasonable preparation or processing*” (al. a) do § 9-610, de epígrafe “*disposition of collateral after default*”). Esta solução não foi adoptada pelas *ISDA Margin Provisions (NY Law)*, onde se não prevê qualquer limitação ao exercício do direito de disposição⁵¹. Nos termos do art. 6.º, al. c), (i) do *ISDA Annex (NY Law)*, se as partes assim o convencionarem, o beneficiário da garantia pode “*sell, pledge, rehypothecate, assign, invest, use, commingle or otherwise dispose of, or otherwise use in its*

⁵⁰ Considerado pela doutrina e jurisprudência norte-americanas como um dos mais bem concebidos preceitos do Código (cfr. MARGIT LIVINGSTON, “Certainty, efficiency, and realism: rights in collateral under article 9 of the Uniform Commercial Code”, *North Carolina Law Review*, vol. 73, pág. 115).

⁵¹ *Report on the “Right of Use”...*, op. cit., pág. 9. ISDA é a sigla para *International Swaps and Derivatives Association* (www.isda.org), organização que, entre outras coisas, fornece documentação estandardizada e aconselhamento jurídico quanto à validade e vinculatividade dessa documentação junto de diferentes ordenamentos jurídicos. Foi esta associação uma importante proponente das reformas legislativas que acabaram por levar à adopção da Directiva (v. nota 52).

*business any posted collateral it holds, free from any claim of right of any nature whatsoever of the pledgor, including any equity or right of redemption by the pledgor*⁵². Ou seja, se as normas comunitárias sobre um ilimitado direito de uso numa garantia diferente da alienação fiduciária em garantia foram escritas na convicção de que este direito de uso ilimitado também é possível de acordo com o direito norte-americano, então tal compreensão, como se vê, é errónea. Pois que algo equivalente ao que se assiste na legislação comunitária é apenas admitido nas *ISDA Margin Provisions (NY Law)*, onde a garantia apresenta uma estrutura muito semelhante à alienação em garantia.⁵³

O direito inglês foi escolhido, juntamente com o norte-americano, como *benchmark* por várias jurisdições e pela própria Directiva, não só porque nele se encontra um regime jurídico próximo do pretendido pelo legislador comunitário, na sua ampla variedade de formas de utilização de instrumentos financeiros com objectivos garantísticos, mas também porque é usado por contratos *standard* aos quais se recorre frequentemente, como é o caso do *ISDA Credit Support Deed (English Law)* e o *ISDA Credit Support Annex (English Law)*, ao que deve associar-se a influência da *City* de Londres como um dos centros financeiros mais importantes do mundo.⁵⁴ Porém, também aqui o direito de disposição do credor tem de ter por fundamento um direito de propriedade, ainda que recebido por causa garantística, pois que se considera tal poder de disposição incompatível com as características essenciais dos direitos de garantia, nomeadamente com o dever de guarda, com a proibição do pacto comissório e com a *equity redemption*. Por isto, quando um direito de uso é associado a uma garantia esta acaba requalificada como *outright transfer*.⁵⁵

No que ao direito português diz respeito, o direito de disposição do credor pignoratício não é uma absoluta inovação. O legislador começa por definir o penhor como conferindo “ao credor o direito à satisfação do seu crédito, bem como dos juros, se os houver, com preferência sobre os demais credores, pelo valor de certa coisa móvel, ou pelo valor de créditos ou outros direitos não susceptíveis de hipoteca, pertencentes ao devedor ou a terceiro” (art. 666.º Código Civil). Depois, apresenta como sujeito legitimado para empenhar quem puder alienar os bens (art. 667.º Código Civil). No art. 670.º Código Civil encontram-se arrolados os direitos do credor pignoratício entre os quais se não encontra a possibilidade de *utilização* da coisa, ao passo que no artigo seguinte são

⁵² CHRISTIAN A. JOHNSON, *Derivatives and Rehypothecation Failure...*, op. cit., pág. 32.

⁵³ *Report on the “Right of Use”...*, op. cit., pág. 9, trad. nossa. Esta relação de proximidade entre os contratos *standard* oferecidos pela ISDA e o regime jurídico presente na Directiva não será muito surpreendente tendo em conta que aquela organização participou em grupos de estudo dirigidos à introdução dos *financial collateral arrangements* nos ordenamentos jurídicos europeus – veja-se, por exemplo, o estudo da *ISDA Collateral Arrangements in the European Financial Markets – The Need for National Law Reform*, acessível no sítio www.isda.org.

⁵⁴ REINOUT WIBIER, *Financial Collateral in the Netherlands, England and Under the EU Collateral Directive...*, op. cit., págs. 4-5.

⁵⁵ *Report on the “Right of Use”...*, op. cit., págs. 50 e ss.. Parece conceder-se ao devedor a possibilidade de autorizar o credor ao “use” do bem onerado, sem que, porém, a doutrina encontre consenso na delimitação das faculdades inerentes a tal poder (*Collateral Arrangements in the European Financial Markets – The Need for National Law Reform*, pág. 7).

indicadas como obrigações do credor a guarda e conservação da coisa empenhada (al. *a*) e a de não usar dela — *a não ser que o devedor pignoratício nisso tenha consentido ou caso o uso se revele indispensável para o cumprimento do dever de conservação* (al. *b*). O credor pignoratício não pode, então, usar da coisa para satisfazer interesses próprios, assim como não pode onerá-la, nomeadamente com a constituição de uma garantia para servir dívida própria ou de terceiro.⁵⁶ *A não ser que se verifique uma das seguintes condições: 1) o uso da coisa é indispensável para a conservação desta; 2) o devedor pignoratício autorizou o credor a fazer uso do bem empenhado.* Ou seja, o regime geral do penhor prevê um poder-dever de utilização da coisa (o uso necessário à conservação dela) que entra na esfera jurídica do credor pignoratício pelo simples facto de o ser; mas, o legislador também admite que ao credor seja concedido explicitamente um *verdadeiro direito de uso* da coisa, podendo dizer-se, assim, que *também sob a condição de um específico acordo*, o credor pignoratício já podia ser legitimado para usar da coisa antes da entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 105/2004.⁵⁷ Contudo, sejam quais forem as fronteiras deste direito de uso, não se integrarão entre elas o direito de alienar ou de onerar a coisa empenhada – cremos que “direito de uso” aqui é uma expressão com significado técnico-jurídico próprio, significando apenas o direito de gozar das utilidades que a coisa produza, pelo que o credor pignoratício não está em caso algum autorizado a dispor da coisa como se desta fosse proprietário, sob pena de violação do princípio da tipicidade dos direitos reais. Ora, estando estabelecido que o credor pode – e em que circunstâncias – usar da coisa, vejamos se ele pode dela dispor. No art. 674.º Código Civil admite-se a *venda da coisa empenhada*, quer pelo autor do penhor, quer pelo *credor pignoratício*, mas apenas se houver “*fundado receio* de que a coisa empenhada se perca ou deteriore” e desde que haja *prévia autorização judicial* (n.º 1). Por isso, não se trata nunca do exercício de um direito discricionário por parte do credor, como aquele que, pelo menos supletivamente, se consagra no art. 9.º do Decreto-Lei n.º 105/2004. Em conclusão, podemos dizer que já no Código Civil português se previa um direito de uso e um direito de disposição da coisa, mas em condições muito diferentes das consideradas no novo diploma e na Directiva, já que a expressão “direito de uso” deve ser entendida no rigor dos seus termos, ao passo que a disposição da coisa está relacionada com o equilíbrio da relação de garantia e não com a satisfação do interesse da liquidez do mercado ou dos interesses do credor enquanto participante em outras relações jurídicas.⁵⁸ E isto para já não falar do facto de a alienação da coisa prevista no Código Civil importar a sub-rogação dela pelo produto da venda (art.

⁵⁶ Caso contrário, o autor do penhor tem o direito de exigir caução idónea ou que a coisa seja depositada em poder de terceiro (art. 673.º Código Civil).

⁵⁷ Solução contrária à prevista no Código de Seabra, em que o direito de utilização era um dos direitos integrando a posição de credor pignoratício, apesar de do exercício dele não poder resultar a perda ou deterioração da coisa empenhada.

⁵⁸ No mesmo sentido, para o direito italiano (cfr. arts. 2795.º e 2797.º do *Codice Civile* e art 5.º do D. Lgs. N. 170), L. BENEDETTI, “Il pegno nel d. Euro...”, op. cit., pág. 14 e REMO TAROLLI, “Le garanzie finanziarie...”, op. cit., pág. 874.

674.º, n.º 2 Código Civil⁵⁹), ao passo que a causa de garantia que subjaz à transferência na titularidade do beneficiário consequente à reutilização da *collateral* determina a permanência da obrigação de reconstituir a garantia equivalente em substituição da garantia originária antes da data de vencimento da obrigação financeira garantida — o correspondente direito do devedor não pode, portanto, exercer-se sobre a *res*, mas resolve-se na pretensão contra o credor pignoratício à restituição do *tantundem*.⁶⁰⁻⁶¹

17. A garantia financeira pignoratícia serve, segundo a Directiva, dois propósitos distintos: por um lado, e tal como qualquer garantia, é um instrumento destinado a assegurar o cumprimento da obrigação garantida; por outro lado, permite ao beneficiário da garantia celebrar outros negócios, o que se consegue pela concessão do direito de disposição, que legitima o beneficiário a alienar ou a onerar os bens empenhados. Ora, caso o credor pignoratício exerça este poder, constitui-se na sua esfera a obrigação de entregar bens equivalentes ao prestador da garantia até ao final da transacção. Pelo que o penhor financeiro com direito de disposição conhece, *melius*, pode conhecer três momentos distintos: 1.º) o prestador da garantia é o proprietário do bem onerado no momento da constituição da garantia; 2.º) com o exercício do direito de disposição pelo credor, torna-se titular do direito de exigir a entrega do bem equivalente, direito este que vigora durante todo o período da transacção; 3.º) o prestador retorna à posição de proprietário no momento em que o credor cumpre a obrigação de entrega dos instrumentos financeiros equivalentes aos onerados e depois usados, momento este que normalmente ocorre no final da transacção.

Assim sendo as coisas, o que acontece, afinal, quando o devedor pignoratício concede o direito de disposição ao credor — não será que ele transfere, na realidade, o direito de propriedade?

A dogmática realista — pelo menos até ao momento — não tem grandes dúvidas quanto ao que sucede na constituição de uma garantia a favor de credor próprio ou alheio: concede-se ao credor a possibilidade de, verificando-se o incumprimento da obrigação garantida, pagar-se pelo valor da coisa onerada, uma vez que esta tenha sido alienada judicialmente (ou extrajudicialmente, nos casos em que a lei o permita, como acontece com o penhor), com preferência sobre os demais credores (*i. e.*, os credores comuns ou aqueles cuja garantia real tenha sido constituída

⁵⁹ Embora nada impeça que o devedor pignoratício ofereça uma outra garantia real, *inclusive* a hipotecária, segundo o n.º 3 – PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado*, vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 1987, pág. 694.

⁶⁰ Um outro caso em que é admitida a substituição do penhor é o previsto na al. c) do art. 670.º, mas aqui os pressupostos são diversos, pois que já não basta o fundado receio de perda ou deterioração da coisa, é necessário que a coisa empenhada tenha efectivamente perecido ou se tenha tornado insuficiente para assegurar a dívida. Além disto, enquanto no caso previsto no art. 674.º, n.º 3 se trata de uma possibilidade aberta ao autor do penhor, de cuja vontade dependerá a substituição da garantia (inclusive por uma garantia real imobiliária), o que se faz no art. 670.º, al. c) é atribuir ao credor pignoratício o direito de exigir a substituição ou reforço do penhor, nos termos previstos para a hipoteca, *i. e.*, nos termos previstos no art. 701.º Código Civil.

⁶¹ Semelhantes são as coisas no direito italiano (veja-se, por exemplo, no contexto de comparação entre o Código Civil e o diploma de transposição da Directiva, L. BENEDETTI, “Il pegno nel d. Euro...”, *op. cit.*, pág. 14 e REMO TAROLLI, “Le garanzie finanziarie...”, *op. cit.*, pág. 874).

posteriormente ou a que tenha sido atribuída por lei uma preferência não determinada pela data de constituição). O que significa que o prestador da garantia não perde o direito de propriedade sobre a coisa, a não ser no momento em que se dê a alienação do bem onerado, o que só pode acontecer com a verificação de um evento: o inadimplemento. Até lá, o proprietário é proprietário (mesmo que não detentor), apenas estando a coisa onerada com uma garantia real.

Ora, com o Decreto-Lei n.º 105/2004, o credor, porque “autorizado” a dispor da coisa, pode, *por sua iniciativa e em função dos seus próprios interesses*, aliená-la ou onerá-la. Mas, não há aqui, se bem vemos as coisas, uma transferência da propriedade para o credor. O argumento principal – e decisivo – encontrar-se-á logo no facto de a contraposição entre a alienação fiduciária em garantia e o penhor financeiro ser feita pelo legislador em função de haver ou não transferência da propriedade com função de garantia: é característica do primeiro contrato de garantia financeira, mas não do segundo. Mas, outros argumentos podem invocar-se. Logo à partida, podemos dizer que se o devedor quisesse transferir a propriedade sobre os seus instrumentos financeiros, ainda que dentro de um lógica garantística, celebraria um contrato de alienação fiduciária em garantia, em que tinha a certeza, imediata, da perda da propriedade, não ficando dependente de um facto decidido, em absoluto, pelo credor. Depois, quando o legislador se refere ao poder de disposição do credor recorre à expressão “*como se fosse proprietário*”: ora, quem actua como se fosse proprietário é porque não é, simplesmente, proprietário⁶². Por outro lado, e como é evidente, não há transferência da propriedade com a concessão do direito de disposição, logo porque, se o credor o nunca exercer, também o devedor se mantém proprietário ao longo de toda a vigência do contrato. O devedor, de certa forma, parece querer “jogar com a sorte”, mantendo a propriedade sobre os instrumentos financeiros empenhados, mas, simultaneamente, para “agradar” ao credor e, assim, obter melhores condições de financiamento, concede-lhe a possibilidade de alienar o objecto da garantia.

⁶² A este propósito refira-se que, na opinião de PESTANA DE VASCONCELOS o legislador teria feito melhor em usar da expressão “titular” em vez de “proprietário” (Cfr. *A Cessão de Créditos em Garantia...*, op. cit., pág. 382, n. 747). Não vemos, porém, por que razão se há-de fugir à segunda designação, pois que consideramos que o titular do direito absoluto e exclusivo sobre os valores mobiliários é um verdadeiro proprietário. Especificamente sobre esta questão, no âmbito do diploma sobre os contratos de garantia financeira, afirma ALEXANDRE SOVERAL MARTINS: “a admissibilidade de um direito de propriedade sobre as participações sociais encontrou apoio adicional no regime jurídico das garantias financeiras (...). De acordo com a al. b) do art. 5.º (...), podem constituir objecto de garantias financeiras, designadamente, valores mobiliários. Ora, no n.º 2 do art. 9.º (...), lê-se, quanto ao penhor financeiro, que ‘o direito de disposição confere ao beneficiário da garantia os poderes de alienar ou onerar o objecto da garantia prestada, nos termos previstos no contrato, como se fosse seu proprietário’. E, quanto à alienação fiduciária em garantia, também se diz, no n.º 2 do art 2.º (...), que aquela se distingue dos contratos de penhor financeiro porque a primeira tem por efeito a ‘transmissão da propriedade com função de garantia’ e estes não. No preâmbulo daquele diploma pode ser lido que ali se consagra ‘nova forma de transmissão da propriedade, ainda que a título de garantia.’” E continua o mesmo autor: “as acções são valores mobiliários. E o valor mobiliário não é a representação do valor, mas o valor equanto representado por títulos ou por registos em conta. Se parece resultar claro do referido regime de garantias financeiras que o valor representado pode ser objecto de um direito de propriedade, não vemos por que razão é que o direito sobre o valor seria um direito de propriedade enquanto o valor estivesse representado, e deixaria de o ser quando, por qualquer motivo, deixasse de haver essa representação. Não descortinamos qualquer sentido nessa solução. E se isto é assim para os valores mobiliários em geral, é assim também para as acções” (*Cláusulas do Contrato de Sociedade que Limitam a Transmissibilidade das Acções — Sobre os Arts. 328.º e 329.º do CSC*, Almedina, Coimbra, 2006, pág. 96). Também sobre a questão do direito de propriedade sobre as participações sociais, permita-se-nos remeter para o nosso *Locação Financeira de Acções...*, op. cit., págs. 99 e ss., bem como para a bibliografia aí indicada.

Proprietário dos valores mobiliários empenhados enquanto não é exercido o direito de disposição é, então, o devedor pignoratício. Mas, uma vez que sejam alienados, o devedor torna-se titular do direito de exigir do credor bens equivalentes aos alienados até ao momento do cumprimento da obrigação garantida. E será o devedor financeiro entendido como proprietário dos valores mobiliários equivalentes desde o momento da constituição da garantia (art. 10.º, n.º 3). Ou seja, exercido o direito de disposição pelo credor (seja pela alienação, seja pela constituição de uma garantia), o devedor pignoratício perde a propriedade e torna-se titular de um direito de crédito, só regressando à posição de proprietário com o cumprimento da obrigação do *tantudem* (portanto, sobre bens diferentes daqueles que entregou ao credor). A distância que assim se cria entre o devedor pignoratício tradicional e o financeiro é evidente: no penhor tradicional, a propriedade não se destaca da esfera jurídica do devedor pignoratício, a não ser em caso de execução, pelo que, se o credor não devolver a coisa empenhada uma vez cumprida a obrigação, ao devedor é reconhecido o poder de reivindicar; mas, se o credor pignoratício financeiro exercer o seu direito de disposição, o devedor perde a propriedade e, por isso, o poder de reivindicar junto do terceiro que tenha adquirido o bem empenhado ou que seja dele detentor por força de constituição de uma garantia pelo credor pignoratício financeiro, estando apenas habilitado a exigir do credor o cumprimento da obrigação de restituição do equivalente, sem poder, portanto, actuar junto de terceiro. Na esfera jurídica do devedor pignoratício financeiro assiste-se, assim, a um bem interessante conjunto de fenómenos: de proprietário pleno e desonerado passa a proprietário não detentor onerado com um penhor, para depois passar (eventualmente, embora) a titular de um direito de crédito, junto do seu próprio credor⁶³ e (ainda eventualmente) terminará como proprietário pleno dos instrumentos equivalentes como se do seu património nada nunca tivesse saído.⁶⁴

18. Confrontado que seja com o inadimplemento do devedor, que poderes podem reconhecer-se ao credor pignoratício financeiro dotado de poderes de disposição?⁶⁵ Quando as partes tenham optado por um penhor financeiro com pacto comissório, as coisas parecem ser líquidas, pois que o credor pode apropriar-se dos bens empenhados. Mas, perante um penhor financeiro com direito de disposição ou um penhor financeiro simples talvez as coisas se revelem menos claras.

⁶³ E por isto REMO TAROLLI afirma que “o exercício do direito de disposição dará, por isto, origem, juridicamente, a dois negócios coligados (em função do exercício do próprio direito de disposição) determinando a transferência da propriedade do *collateral* para o credor pignoratício, simultâneo à ‘reutilização’ por parte deste último sob a forma de nova garantia real ou de alienação” (“Le garanzie finanziarie...”, op. cit., pág. 677, trad. nossa).

⁶⁴ Embora seja proprietário onerado até ao cumprimento da obrigação garantida. Para tanto basta que o credor restitua bens equivalentes antes da data de vencimento (art. 10.º, n.º 4).

⁶⁵ Limitaremos o nosso estudo à questão do incumprimento, embora outros eventos possam determinar a execução pelo credor – cfr. art. 12.º, n.º 2, por exemplo.

Nos termos do art. 8.º, n.º 2, “sem prejuízo do acordado pelas partes, a execução da garantia pelo beneficiário não está sujeito a nenhum requisito, nomeadamente a notificação prévia ao prestador da garantia da intenção de proceder à execução”. Desta forma, transpôs o legislador português o disposto no n.º 4 do art. 4.º da Directiva, segundo o qual a realização da garantia financeira não poderia ficar dependente da notificação prévia da intenção de proceder à realização, de as condições de realização serem aprovadas por um tribunal, funcionário público ou outra pessoa, de a realização ser efectuada através de um leilão público ou segundo qualquer outra forma prescrita, ou ter decorrido qualquer prazo adicional. Assim se pretendeu reforçar a efectividade da colateralização como técnica de redução do risco de crédito, através da agilização da liquidação da garantia financeira e do respeito pela arquitectura negocial.⁶⁶ E esta previsão vem no seguimento do que se estabelece na al. a) do n.º 1 da mesma norma, pela qual se insta os Estados-membros a assegurar que um acordo de garantia financeira com constituição de penhor sobre instrumentos financeiros possa ser executado “mediante venda ou apropriação, quer compensando o seu valor, quer aplicando-o para liquidação das obrigações financeiras cobertas.” Ora, o legislador português não integrou no Decreto-Lei n.º 105/2004 qualquer preceito específica e exclusivamente dedicado à execução do penhor financeiro simples ou do penhor financeiro com direito de disposição. Sem pacto comissório, o credor não pode apropriar-se dos bens empenhados. E o mesmo se não houver um pacto específico para a compensação. Assim sendo, terá de proceder à venda deles para se ressarcir do incumprimento. Que venda será esta: judicial ou extrajudicial? Pelo facto de o art. 8.º, n.º 2 afastar quaisquer requisitos a cumprir para que o beneficiário possa executar a garantia e de a Directiva se referir expressamente à não sujeição da execução a um leilão público ou à aprovação prévia das suas condições por um tribunal, quererá isto dizer que a venda será extrajudicial e ordenada pelo beneficiário. O que se compreende tendo em conta os fins de celeridade, simplificação e informalidade que o novo diploma pretende atingir, bem como a fácil avaliação do valor do bem empenhado. Assim serão as coisas no penhor financeiro simples. E no penhor financeiro com direito de disposição?

Do art. 10.º resulta que, com o exercício do direito de disposição e “*em caso de cumprimento das obrigações financeiras garantidas* por parte [do prestador]” (n.º 1, al. a)), nasce na esfera jurídica do credor uma obrigação de restituição. E o mesmo quando as partes tenham *previsto expressamente* a possibilidade de se cumprir a obrigação de restituição pela entrega de quantia em dinheiro equivalente ao valor do objecto da garantia – esta obrigação só tem de ser cumprida “*em caso de cumprimento pelo prestador da garantia*” (n.º 1, al. b)). Ou seja, se o credor parece só estar obrigado a restituir objecto equivalente até ao momento do cumprimento, então

⁶⁶ F. SARTORI, “I contratti di garanzia finanziaria...”, op. cit., pág. 11, F. ANNUNZIATA, “Verso una disciplina comune...”, op. cit., pág. 212.

poderíamos concluir que o incumprimento o desoneraria de qualquer restituição. Porém, a apropriação⁶⁷, e bem assim, a compensação terão de ter sido prévia e especificamente previstas contratualmente (arts. 11.º e 10.º, n.º 1, al. c), respectivamente), tendo inclusivamente o legislador tido a preocupação de assegurar em ambos os casos o equilíbrio entre os valores da restituição e da obrigação garantida (n.º 2 do art. 11.º e parte final da al. c) do art. 10.º, n.º 1). Equilíbrio que não existiria necessariamente se o credor pudesse, simplesmente, não cumprir a obrigação de restituição com base no incumprimento: não se asseguraria que esta auto-satisfação não prejudicasse o devedor logo pelo facto de o valor da obrigação ser inferior ao valor dos instrumentos financeiros de que o credor se apropriasse, por não se ter imposto anteriormente a intervenção de um critério de equilíbrio entre objecto prestado e obrigação financeira, como seja o critério comercial razoável a que se refere o art. 11.º, n.º 3. Assim sendo, parecem-nos diferenciáveis duas situações: o credor nada restitui ao devedor até ao momento do vencimento da obrigação garantida; o credor reconstituiu o objecto equivalente antes de tal data. Nesta segunda hipótese, tudo se encontra como se não tivesse havido exercício do poder de disposição, pois o devedor é tido como proprietário dos bens equivalentes desde o momento da celebração do contrato de garantia financeira, e os direitos do beneficiário da garantia mantêm-se sobre o objecto equivalente como se este fosse o originário (art. 10.º, n.ºs 3 e 4). O que quer dizer que há coisa para executar uma vez verificado o incumprimento e, portanto, tudo se passará como descrevemos para o penhor financeiro simples. Note-se, porém, que a obrigação de reconstituição não pressupõe necessariamente um dever incondicionado de transferir para a conta do devedor os instrumentos financeiros equivalentes, reproduzindo na substância a situação antecedente ao exercício do direito de uso, mas apenas de criar a disponibilidade dos bens equivalentes na conta que é propriedade do credor com os fins da restituição ao devedor no vencimento ou na realização da garantia. Se se pensasse de modo diferente, chegar-se-ia a uma conclusão ineficiente: o *collateral* seria transferido para a conta do devedor, para depois ser novamente transferido para a conta do credor no caso em que se produzisse um evento determinando a execução da garantia, sob forma, por exemplo, de apropriação ou de cálculo e pagamento do saldo líquido. Parece mais correcto reter que, ao contrário do que acontece no caso de transferência da propriedade com função de garantia (onde o credor não está obrigado a creditar a conta do devedor a não ser eventualmente depois de vencimento da obrigação garantida), o credor está obrigado a reconstituir instrumentos financeiros equivalentes, sem necessidade de

⁶⁷ Admitindo-se a apropriação também para o penhor financeiro com direito de disposição podemos perguntar se não se estará perante uma aproximação vertiginosa entre (esta) garantia pignoratícia e a alienação fiduciária em garantia: 1) há transferência da propriedade para o credor pignoratício no momento em que exerce, precisamente, o direito de disposição; 2) se as partes assim o acordarem, pode o credor pignoratício apropriar-se da coisa empenhada assim que confrontado com o incumprimento da obrigação garantida. Por isto afirma REMO TAROLLI que “com base em tais premissas, dever-se-ia coerentemente concluir que em caso de exercício do poder dispositivo em conformidade com o contrato de penhor modifica-se substancialmente o próprio tipo negocial, que corresponderia, mais propriamente, às garantias que se perfeccionam com a transferência do título de propriedade” (“Le garanzie finanziarie...”, op. cit., pág. 881, trad. nossa).

colocá-los na conta do devedor antes do vencimento da obrigação garantida.”⁶⁸ Ora, do mesmo modo se passarão as coisas se o credor exerceu o seu direito de disposição e ainda não tinha reconstituído a garantia equivalente até ao momento do vencimento. Como não pode apropriar-se dos instrumentos financeiros empenhados nem compensar a sua obrigação com a obrigação do devedor, terá de reconstituir a garantia equivalente para depois proceder à venda extrajudicial desses bens.⁶⁹

19. Ao lado do perigo do incumprimento da obrigação garantida há também, da perspectiva do devedor, o perigo do incumprimento da obrigação de restituição (*rehypothecation failure*⁷⁰), que, ocorrendo, coloca o devedor em situação de dupla perda: a primeira quando cumpre a obrigação garantida e a segunda quando não lhe são devolvidos os instrumentos financeiros empenhados.

Este perigo terá de ser mitigado, particularmente tendo em conta que o devedor nada poderá exigir do terceiro a quem o credor tenha entregue (por alienação ou por constituição de um direito de garantia) os instrumentos financeiros – pois que, como vimos, o exercício do direito de disposição opera uma transferência da propriedade, por acção do credor, do devedor para o terceiro, que assume posição totalmente legitimada. Evidentemente, o devedor sempre poderá tentar ressarcir-se da sua perda intentando contra o credor uma acção para obter uma indemnização por incumprimento contratual.⁷¹ Mas, outras alternativas se lhe oferecem.

Uma das formas de afastar o *rehypothecation risk* será apor ao contrato de penhor financeiro uma cláusula de compensação⁷². Embora, ainda assim, o devedor corra o risco de não lhe ser devolvido o valor correspondente à diferença entre o valor dos instrumentos financeiros entregues e o valor da dívida garantida (em esta sendo menor, evidentemente)⁷³. De facto, o contrato de garantia financeira permite que aquele que é devedor hoje possa ser credor amanhã, e por isso é evidente a sua natureza especulativa, pois que tal mutação dependerá da evolução das condições de mercado (câmbios entre moedas, taxas de juro, relação entre a oferta e a procura dos instrumentos financeiros...).⁷⁴ Consequentemente, as partes, também para evitar o *rehypothecation failure*, devem estar atentas a situações de *overcollateralization*, i. e., à diferença de valor que pode existir entre o valor da obrigação e o valor do bem que serve de garantia. Esta diferença pode ser

⁶⁸ REMO TAROLLI, “Le garanzie finanziarie...”, op. cit., pág. 882, trad. nossa.

⁶⁹ O legislador italiano foi mais claro do que o português nesta matéria, pois que no n.º 4 do art. 5.º do D. lgs. n. 170 se lê que “*qualora, prima dell’adempimento dell’obbligo indicato nel comma 2 [a obrigação de restituição], si verifici un evento determinante l’escussione della garanzia, tale obbligo può essere oggetto della clausola di ‘close-out netting’. In mancanza di tale clausola, il creditore pignoratizio procede all’escussione della garanzia equivalente in conformità a quanto previsto nell’articolo 4*”, ou seja, “*vendita delle attività finanziarie oggetto del pegno, trattenendo il corrispettivo a soddisfacimento del proprio credito, fino a concorrenza del valore dell’obbligazione finanziaria garantita*” (al. a) do n.º 1).

⁷⁰ CHRISTIAN A. JOHNSON, *Derivatives and Rehypothecation Failure...*, op. cit., pag 5.

⁷¹ Também assim, *idem*, pág. 60.

⁷² “*Setoff is a common law remedy ‘grounded on the absurdity of making A pay B when B owes A’* – *idem*, pág. 61.

⁷³ *Idem*, págs. 6 e 60 e ss..

⁷⁴ Assim também, MASTROPAOLO, “La nuova normativa europea...”, op. cit., pág. 521, (n. 5).

intencional, nomeadamente porque o credor nela insistiu tendo em conta a pobre qualidade creditícia do devedor, ou não, se, por exemplo, as condições de mercado levaram a um rápido e significativo aumento do valor dos instrumentos empenhados.⁷⁵ Para tanto, podem ir fazendo, por exemplo, recorrentes avaliações matemáticas do valor garantido e do valor empenhado (aquela que obtiver um valor de sinal positivo é a que corre o risco de exposição ao incumprimento⁷⁶) ou prevendo que um terceiro actue como depositário e avaliador dos instrumentos financeiros.⁷⁷ Outra possibilidade ainda será – deixando de lado a radicalidade da não concessão do direito de disposição –, simplesmente, condicionar o exercício deste direito (por exemplo, o direito manter-se-á enquanto o credor da obrigação principal gozar de uma certa qualidade de crédito).⁷⁸

20. Ora, procurando subsumir o que acaba de descrever-se a institutos jurídicos conhecidos em período anterior à publicação da Directiva, um relatório feito por vários peritos junto da UNIDROIT colocou algumas hipóteses antes de chegar à conclusão de que o penhor financeiro é uma espécie de penhor irregular: o credor é um representante do devedor, o credor actua como um vendedor numa relação de consignação (*consignment sale*), o penhor financeiro assemelha-se em muito ao subpenhor (*re-pledge*) ou ao penhor sobre bens perecíveis (*perishable goods*).

A primeira hipótese foi afastada porque, quando o credor pignoratício aliena ou onera o bem empenhado, fá-lo *em seu próprio nome, em interesse próprio e por conta própria*. Por isso, o credor não é mandatário, nem procurador do devedor.⁷⁹ Mesmo nos casos da *procura in rem propriam*, isto é, nos casos em que a representação é conferida para que o procurador exerça determinados poderes em benefício próprio, fazendo seu o produto da sua actividade, o procurador actua *em nome alheio*, coisa que não acontece com o credor pignoratício, que dispõe dos valores mobiliários *em*

⁷⁵ C. A. JOHNSON, *Derivatives and Rehypothecation Failure...*, op. cit., págs. 79 e ss.. Talvez já não seja de qualificar como *overcollateralization* uma qualquer diferença entre aqueles dois parâmetros, mas apenas uma mera garantia acessória da garantia financeira – veja-se o exemplo adiantado por F. ZUNUNEGUI (“*Una aproximación...*”, op. cit., pág. 8): “*en las garantías financieras podrá pactarse que el valor de los instrumentos dados en garantía mantenga una proporción en relación com el valor de la obligación garantizada, por ejemplo que el valor de las acciones dadas en garantía sea superior al 125% del valor del préstamo garantizado, de tal modo que cuando se supere el margen previsto, en nuestro ejemplo, las acciones se deprecien hasta dejar de representar un valor superior al 125% del valor del préstamo, quede obligado el garante a aportar activos hasta alcanzar el equilibrio pactado. Es un supuesto de ‘llamada al margen’ muy habitual en las garantías financieras, también presente en los prestamos com garantía de valores*”.

⁷⁶ Mais desenvolvidamente, vide MASTROPAOLO, págs. 522 e ss..

⁷⁷ Não esqueçamos que sendo embora necessário o desapossamento, os bens empenhados podem ser colocados sob o controlo de um terceiro escolhido pelas partes – arts. 6.º Decreto-Lei n.º 105/2004 e 669.º do Código Civil.

⁷⁸ Por exemplo: “*the provisions of paragraph 6 (c) shall apply for both parties; provided, however, that upon the occurrence of a Ratings Event (...) (a ‘Trigger Event’), then (i) the provisions of Paragraph 6 (c) shall not apply to such secured party for as long as such Trigger Event continues. (...) ‘Rating Event’ means that the credit risk rating for the secured party’s long term unsecured debt falls below A- by Standard & Poor’s Rating Services, a division of the McGraw-Hill Companies, Inc., or below A3 by Moody’s Investors Service*” (exemplo retirado de *idem*, pág. 87).

⁷⁹ Recordemos que o mandato, mesmo sem representação, pressupõe, nos termos do art. 1157º do Código Civil, que uma das partes se obrigue a praticar actos jurídicos *por conta da outra* – e a obrigação de entrega de objecto equivalente não corresponde, certamente, a uma actuação por conta do devedor. Por outro lado, a representação pressupõe a *contemplatio domini* (acto executado em nome do representado), além da declaração de uma vontade própria do representante a adir à do representado.

nome próprio. Este aliena ou onera, porque é titular de um direito de disposição sobre os instrumentos financeiros empenhados — o poder que exerce é *seu*, é exercido *em seu próprio nome*, *para benefício próprio*, nas condições que considerar mais indicadas para a sua actividade negocial.

Também será de precluído a associação entre o penhor financeiro e a relação que liga o fornecedor do bem e o vendedor numa venda em consignação: enquanto no penhor financeiro o devedor pignoratício recebe capital logo no primeiro momento, na venda em consignação o fornecedor só o recebe no momento final; e este capital é em forma de dinheiro, ao passo que o devedor pignoratício tem direito de exigir bens equivalentes aos onerados e só em caso de cumprimento da obrigação garantida.⁸⁰

O direito holandês⁸¹ prevê a possibilidade de, mediante um acordo específico, ao credor pignoratício ser atribuído o direito de constituir um novo penhor (*re-pledge*) sobre o bem empenhado, garantia que ganhará preferência sobre o penhor primeiramente constituído (art. 3:242 Código Civil). Apoiando-se no facto de o credor pignoratício não ser proprietário do bem empenhado, tem sido esta norma contestada pela doutrina holandesa. Isto, bem como o facto de, até ao início da vigência da Directiva, tal solução ser desconhecida dos restantes ordenamentos jurídicos europeus (o normal é que o credor possa onerar o direito de crédito que o liga ao devedor, que não tem necessariamente de ser o devedor pignoratício), levou a que no Relatório se afastasse o re-penhor como fonte de explicação satisfatória para o direito de disposição.⁸²

Já quanto ao penhor de bens perecíveis, foi feita a comparação com o que no § 1219, 1 BGB se prevê, pois que a lei alemã permite que o credor aliene o objecto da garantia, passando esta a incidir sobre o produto da venda (n.º 2 do mesmo preceito). Todavia, não só os instrumentos financeiros não são coisas perecíveis, como a venda que naquela norma se prevê serve o fim de garantia da posição do credor, mas já não o outro fim que é (talvez mais) caro à Directiva: o de permitir a negociação dos bens empenhados, para assim promover-se a liquidez do mercado financeiro comunitário.⁸³

Finalmente, é analisado o penhor irregular, contrato típico no direito italiano desde a publicação do *Codice Civile* de 1942 (art. 1851.º) e definido como o “contrato através do qual o garante entrega e atribui em propriedade ao credor dinheiro ou bens tendo um preço corrente no mercado — e por isso consideráveis fungíveis com dinheiro. De tais bens o credor deve restituir o *tantumdem*, apenas se e quando se verifique um regular cumprimento da obrigação garantida (...), enquanto pode operar-se uma legítima apropriação no caso de incumprimento da prestação

⁸⁰ *Report on the “Right of Use”...*, op. cit., pág. 33.

⁸¹ O direito holandês é usado como um dos pontos de referência para a subsunção do direito de disposição a institutos já conhecidos do direito europeu.

⁸² *Report on the “Right of Use”...*, op. cit., pág. 32.

⁸³ No caso da lei holandesa, não se prevê qualquer norma especificamente dedicada ao penhor de bens perecíveis, parecendo funcionar uma sub-rogação real — *Report on the “Right of Use”...*, op. cit., pág. 35.

principal, o valor excedente sendo restituído ao garante.”⁸⁴ As semelhanças entre o penhor irregular e o penhor financeiro são evidentes, logo se destacando que ambos são contratos reais quanto à constituição e quanto aos efeitos, na medida em que a entrega do bem onerado é essencial à perfeição do contrato, assim como dele resulta a constituição de um direito real a favor do credor⁸⁵; têm por objecto bens fungíveis ou facilmente avaliáveis em dinheiro, que são substituíveis, por definição, pelo *tantundem eiusdem generis*; para além de o garante se tornar titular de um direito de crédito consistindo no poder de exigir o *tantundem* ou o excedente, na medida em que é possível compensar-se a dívida garantida com este crédito. Porém, o penhor irregular, agora de modo radicalmente oposto ao penhor financeiro, tem a particularidade, reconhecida pacificamente pela doutrina e pela jurisprudência italianas⁸⁶, de *implicar a transferência da propriedade do garante para o beneficiário*, apesar de ser ainda debatida a justificação para esta transmissão: enquanto uma parte da doutrina italiana considera que a propriedade se transmite como consequência da fungibilidade do objecto (que se confundirá com o restante do património do *accipiens*)⁸⁷, outra parte considera que se trata de um efeito expressamente querido pelos contraentes e que se manifesta pelo acto da entrega.⁸⁸ Como cremos ter deixado claro, não há transferência da propriedade no penhor financeiro, pelo que este não pode identificar-se com o penhor irregular.⁸⁹ Logo, rever a discussão relativa à justificação para aquele fenómeno não é pertinente por agora.⁹⁰ Com excepção para aquele primeiro argumento. Se é verdade que tanto o penhor financeiro como o penhor irregular têm por objecto coisas fungíveis e facilmente avaliáveis em dinheiro, não podemos esquecer que, por imposição da lei, os instrumentos financeiros que são empenhados têm de ser identificados (recordamos o art. 7º, n.ºs 3 e 4), pelo que não pode haver qualquer confusão entre os bens que são empenhados e entregues ao credor pignoratício e os que no património deste já existissem eventualmente. Aliás, se assim não fosse, deitar-se-ia logo por terra a qualificação do penhor financeiro como direito real de garantia por violação do princípio da especificação (os direitos reais incidem sempre sobre coisas certas e determinadas, ainda que fungíveis). São, pois, perfeitamente identificados no património do beneficiário da garantia os valores mobiliários que são propriedade do devedor, não havendo, por isto, transmissão da propriedade “por confusão”.

Não intencionamos tomar já aqui uma posição sobre a natureza jurídica do instituto em observação. Mas, sempre adiantaremos que as semelhanças entre o penhor financeiro e o penhor

⁸⁴ DANIELA VITTORIA, “Pegno irregolare”, *Enciclopedia Giuridica*, vol. XXII, Roma, 1990, pág. 1, trad. nossa. Com definições idênticas, ARTURO DALMARTELLO, “Pegno irregolare”, *Novissimo Digesto Italiano*, 1965, vol. XII, Turim, pág. 800, SEBASTIANO CICCARELLO, “Pegno”, *Enciclopedia del Diritto*, vol. XXXII, Giuffrè, 1982, pág. 688.

⁸⁵ D. VITTORIA, “Pegno irregolare”, op. cit., pág. 1, A. DALMARTELLO, “Pegno irregolare”, op. cit., pág. 801 (n. 4).

⁸⁶ *Idem*, pág. 801.

⁸⁷ Neste sentido, MORI, NICOLÒ e DE MARTINI (autores citados *idem, ibidem*).

⁸⁸ Assim, D. VITTORIA, “Pegno irregolare”, pág. 1 e A. DALMARTELLO, “Pegno irregolare”, op. cit., pág. 801 (com indicação de outros autores com ele concordantes na nota 4).

⁸⁹ Também assim, A. V. GUCCIONE, *I Contratti di Garanzia Finanziaria*, op. cit., pág. 116.

⁹⁰ Para maiores desenvolvimentos, *vide* A. DALMARTELLO, “Pegno irregolare”, págs. 802 e ss. e D. VITTORIA, “Pegno irregolare”, págs. 3 e ss..

comum não nos convencem no sentido de que se trata aqui de um novo direito real de garantia, a juntar-se à lista dos outros já presentes no Código Civil e, portanto, ao lado do penhor. Antes acreditamos estar perante, apenas, *um novo regime especial do penhor*. Vimos que se o credor pignoratício financeiro não exercer o seu direito de disposição terá de entregar os instrumentos financeiros propriedade (sempre) do devedor sob pena de reivindicação, caso o devedor cumpra a obrigação financeira garantida; ou, confrontado com o incumprimento, poderá executar a garantia. E o mesmo acontecerá se optar por alienar ou onerar os instrumentos financeiros empenhados (em não havendo, evidentemente, direito de apropriação ou acordo de compensação), embora a execução ou a entrega tenham por objecto bens equivalentes aos originais. Portanto, mesmo que, neste segundo caso, a situação seja bem mais complexa, a verdade é que, no momento do vencimento da obrigação garantida as posições do credor e do devedor terão de ser equivalentes às que ocupavam inicialmente, como se o direito de disposição nunca tivesse sido exercido: o devedor é proprietário de um bem certo e determinado (desde o momento da celebração do acordo de garantia financeira) e o credor é titular do direito de executar esse bem para ressarcir-se do incumprimento da obrigação garantida (desde a data da celebração do acordo de garantia financeira e mesmo que a coisa empenhada desde tal momento não tenha mais parado na detenção do devedor). Ou seja, o credor é titular de um direito que lhe permite satisfazer o seu crédito com preferência sobre os demais credores, pelo valor de coisa móvel pertencente ao devedor (ou a terceiro), assim se subsumindo à definição contida no art. 666.º do Código Civil. O facto de, antes do momento do vencimento, ter tido o poder de disposição em nada altera a natureza jurídica do direito – o que é até confirmado pela obrigação de restituição. E tal conclusão não mudará se houver pacto comissório, pois que este é apenas um modo contratualmente previsto pelas partes para a execução – extrajudicial – da garantia. Acreditamos, portanto, que o penhor financeiro com direito de disposição é uma garantia real pignoratícia.⁹¹ Aliás, o penhor, mesmo antes do Decreto-Lei n.º 105/2004, já se caracterizava pela multiplicidade dos especiais regimes jurídicos a que estava sujeita.⁹²

⁹¹ Parece ser diferente a posição de MASTROPAOLO (“La nuova normativa europea...”, op. cit., pág. 536): “nova forma de penhor, em que o garante manteria sempre a propriedade do dinheiro e dos instrumentos financeiros, enquanto o credor pignoratício teria o direito de dispor dos bens, constituídos em penhor, contra o fornecimento de uma contragarantia real ‘objecto de propriedade’ do garante, consistindo no dever de restituir bens da mesma natureza, espécie e características. Por este motivo, tal *nova forma de penhor dificilmente poderia dar lugar, na posição do beneficiário, a um ‘direito real de garantia’; seria antes constituído a seu favor, sem mais, um ‘direito real’*, podendo dele dispor plenamente dos bens onerados, mantendo-se por outro lado firme, simultaneamente, a relação garante/garantido”, trad. e its. nossos.

⁹² Recorde-se o penhor mercantil (não exige desapossamento do devedor e a venda é feita extrajudicialmente – art. 398.º e 401.º do Código Comercial), o penhor em garantia de créditos de estabelecimentos bancários (dispensa do desapossamento) ou o penhor efectuado a prestamista (redução do contrato de mútuo a escrito, excepção de algumas coisas, venda extrajudicial – Decreto-Lei n.º 365/99, de 17 de Setembro).

