

DA

B

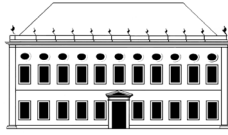
OLSA E SUAS  
OPERAÇÕES

2.ª EDIÇÃO REVISTA E ANOTADA

MARIA EUGÉNIA MATA, DAVID JUSTINO  
E JOSÉ CARLOS RODRIGUES DA COSTA

Ruy Ennes Ulrich

(Página deixada propositadamente em branco)



D O C U M E N T O S

I  
IMPRESSA DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA  
COIMBRA UNIVERSITY PRESS  
U

**EDIÇÃO**

Imprensa da Universidade de Coimbra  
Email: [imprensauc@ci.uc.pt](mailto:imprensauc@ci.uc.pt)  
URL: [http://www.uc.pt/imprensa\\_uc](http://www.uc.pt/imprensa_uc)  
Vendas online: <http://livrariadaimprensa.com>

**COORDENAÇÃO EDITORIAL**

Imprensa da Universidade de Coimbra

**CONCEPÇÃO GRÁFICA**

António Barros

**INFOGRAFIA DA CAPA**

Carlos Costa

**PRÉ-IMPRESSÃO**

Mickael Silva

**EXECUÇÃO GRÁFICA**

Tipografia Lousanense

**ISBN**

978-989-26-0131-1

**ISBN DIGITAL**

978-989-26-0225-7

**DOI**

<http://dx.doi.org/10.14195/978-989-26-0225-7>

**DEPÓSITO LEGAL**

337690/11

**Obra publicada no âmbito de**  
Projecto de Investigação FCT  
PTDC/HIS-HIS/100132 - 2008

Mercado de Capitais em Portugal no século xx  
e o Custo Médio de Capital para os Projectos Portugueses

DA **B**OLSA E SUAS  
OPERAÇÕES

2.<sup>a</sup> EDIÇÃO REVISTA E ANOTADA

MARIA EUGÉNIA MOTA, DAVID JUSTINO  
E JOSÉ CARLOS RODRIGUES DA COSTA

Ruy Ennes Ulrich

(Página deixada propositadamente em branco)

**MERCADO DE CAPITAIS EM PORTUGAL  
NO SÉCULO XX**

**E O CUSTO MÉDIO DE CAPITAL PARA OS  
PROJECTOS PORTUGUESES**

Investigadores

Maria Eugénia Mata – Faculdade de Economia da UNL

David Justino – Faculdade de Ciências Sociais e Humanas da UNL

José Carlos Rodrigues da Costa – ISCTE Instituto Universitário de Lisboa

(Página deixada propositadamente em branco)



## **JUSTIFICAÇÃO DA NOVA EDIÇÃO DA OBRA**

Estamos perante uma obra admirável e que espanta o leitor a vários níveis. Foi escrita antes de 1906 e no entanto é perfeitamente actual ainda em 2011. Trata de uma tese de doutoramento que cobre a operacionalidade de um mercado por inteiro em vez de estudar em profundidade um só tema como seria típico. E, apesar de centrada na disciplina jurídica, segue uma apresentação perfeitamente acessível ao leitor dos primeiros anos de faculdade.

De facto, o autor conseguiu montar um manual de Bolsa sem com isso deixar de discutir com profundidade várias questões académicas. A obra cobre toda uma área da vida comercial de um país com imenso interesse prático e educativo.

E porque o mundo não parou desde a data da sua redacção e porque os mercados hoje usam um outro jargão bem como algumas técnicas adicionais e/ou diferentes, foi acrescentado, sob a forma de notas de rodapé, um conjunto alargado de informações que julgamos que poderão ajudar o leitor moderno e mais jovem.

Além disso, a reedição desta obra revela-se particularmente oportuna dado que Portugal (e a Europa como um todo) se debate com uma crise de liquidez que muito afecta a sua economia e para cuja superação os temas aqui estudados muito poderão contribuir.

De facto, a sobreposição da crise financeira internacional, iniciada em 2007, com as continuadas dificuldades de aprofundamento da integração europeia, e com os problemas do duplo défice externo de Portugal – balança de pagamentos e endividamento excessivo – conduziu a um enorme aperto nos níveis de crédito disponibilizado pelo sistema bancário aos nossos três grandes tomadores de empréstimos, Estado, Empresas e Famílias.

Infelizmente, este “credit crunch” sentido pelas empresas nacionais não é um fenómeno meramente passageiro uma vez que estamos perante uma conjugação de factores que imporão um período bastante longo até que se possa voltar a níveis de crédito mais fácil, mais barato e mais abundante.

Em primeiro lugar, o mundo parece ter entendido que a solidez do balanço dos bancos precisa agora de ser significativamente reforçada atendendo à profundidade (já demonstrada) das crises que a consolidação da globalização veio facilitar e tornar mais frequentes. Como o reforço significativo dos Fundos Próprios da banca expresso no Acordo de Basileia III exigiria um significativo “apport” de capitais pelos seus actuais accionistas, é de esperar que a alternativa para esse aumento do rácio de solvabilidade se materialize através de uma redução da dimensão do balanço dos bancos, ou seja, pela via de um aperto significativo e duradouro nos níveis de crédito por eles concedidos ao mercado.

A essa limitação de capital accionário, acresce em Portugal um segundo factor: o excesso recente de transformação dos depósitos bancários recebidos em créditos concedidos. Ora isto veio reforçar aquela tendência para a redução dos níveis de crédito concedido à economia como um todo.

Em terceiro lugar, e pior que as duas forças contraccionistas anteriores, há que contar com a pressão originada pela distribuição tripartida da totalidade do crédito bancário acumulado no balanço dos bancos. Uma vez que as necessidades do Estado (lato senso, incluindo os serviços e fundos autónomos, bem como as empresas públicas) não irão reduzir-se nem significativamente nem a curto prazo, e porque uma parte significativa da carteira existente de crédito bancário às famílias se deve ao crédito hipotecário – ainda para mais, com longuíssimos prazos de maturação – o único sector elástico nesta equação será inevitavelmente o das empresas privadas. Serão estas que sentirão mais o aperto no crédito bancário.

Em quarto lugar, e porque a credibilidade de Portugal no exterior também não ajuda, não se poderá esperar que o mercado interbancário venha suavizar no curto prazo as dificuldades de financiamento da nossa banca, nem que a maioria das nossas empresas – excepto algumas internacionalizadas e/ou de grandes dimensões – consiga aceder directamente ao crédito de bancos não residentes.

Será assim de prever que as actuais dificuldades de crédito bancário se insiram numa alteração estrutural – e não meramente conjuntural – do nosso sistema financeiro pelo que as nossas empresas terão que rapidamente encontrar soluções de financiamento alternativas e duradouras. É aqui que o Mercado de Capitais entra na medida em que constitui um canal distinto e muito mais imune àquelas restrições que o bancário.

Acresce que todas as estatísticas disponíveis sugerem que, como regra, a nossa economia usa muito pouco este canal de acesso a fundos financeiros. Nem é preciso compararmo-nos com os países de cultura anglo-saxónica tal o baixo nível de recurso à emissão de acções e de obrigações pela maioria dos nossos empresários, mesmo de dimensão significativa. Por conseguinte, as nossas sociedades empresariais deverão ponderar utilizar de uma forma muito mais intensa e frequente o mercado de capitais como fonte alternativa e complementar do tradicional canal bancário.

É verdade que poderá haver alguma racionalidade económica na tradicional superdependência do crédito bancário de curto prazo no financiamento empresarial. Mas tanto a dura realidade actual atrás descrita como a lógica financeira recomendam que se aproveitem as restrições bancárias presentes para se estudarem as alternativas fornecidas pelo Mercado de Capitais bem como as vantagens e os custos de uma eventual admissão à Bolsa.

Precisamente porque é este o momento certo para fazer esta reflexão, a republicação da presente obra poderá ser particularmente útil na medida em que poderá ajudar a compreender os mecanismos inerentes ao funcionamento do mercado de capitais e da nossa Bolsa. A sobrevivência das empresas parece forçar agora os seus donos a fazerem esse exercício, por muito dolorosas que sejam as conclusões finais a que cheguem.

Mas muitas outras razões explicam esta iniciativa editorial.

1. Na sequência do golpe militar de 25 de Abril de 1974, as operações de Bolsa em Portugal foram suspensas e assim permaneceram durante alguns anos. Simultaneamente e na linha da revolução política, social e económica que se lhe seguiu, grande parte dos maiores grupos económicos nacionais foram nacionalizados tanto em Portugal como nos nossos territórios ultramarinos. O mercado accionista entre nós

tornou-se assim perfeitamente residual, e com isso todo um grupo de profissionais na banca e nas empresas emitentes ligados a estes mecanismos de financiamento da economia deixou de repente de ter qualquer actividade. Foi-se deste modo perdendo toda uma cultura financeira importante e também não se cuidou de a transmitir às futuras gerações. Sabe-se que é fácil industrializar os novos estudantes universitários nos modelos teóricos da área financeira, mas a aquisição de uma cultura financeira exige inevitavelmente muito tempo. Cremos que este livro, pela cobertura que dá aos princípios do mercado de Bolsa pode contribuir de forma relevante para essa interiorização de uma cultura que ainda nos falta.

2. É curioso que a própria Europa comunitária onde aquelas restrições portuguesas não ocorreram se tenha apercebido recentemente da fragilidade das suas populações em termos de literacia financeira. O mundo financeiro tem evoluído ininterruptamente tanto na sofisticação de produtos e serviços oferecidos como no crescente grau de penetração nas diversas camadas populacionais, pelo que é natural que se observem falhas de conhecimentos específicos em largos sectores sociais. Por isso mesmo, existe já há alguns anos – pelo menos, desde 2007 – uma consciência Europeia da necessidade de incrementar essa base de conhecimentos, e em Portugal isso traduz-se agora numa campanha – o Plano Nacional de Formação Financeira – que arrancou precisamente em 2011.
3. No mundo actual, a língua franca do mundo financeiro é o inglês (ou na sua variante “americano”) de modo que grande parte da literatura nesta área aparece hoje escrita nessa língua. Contudo, em países de menores dimensões económicas não é rentável converter essa documentação para a língua nativa pelo que grandes camadas das respectivas populações se vêem hoje afastadas do acesso a esses conhecimentos e a esses constantes desenvolvimentos inovadores. Aliás e a julgar pelas palavras do próprio autor, já no início do século xx havia entre nós uma grande deficiência de literatura neste campo.

É por isso que uma obra escrita em português e traduzindo a nossa realidade intrínseca se torna particularmente útil, em especial, dado o seu âmbito abrangente em termos do funcionamento da Bolsa.

4. Um tema que é objecto recorrente de cobertura nos meios de comunicação social prende-se com as críticas que alguma teorias económicas e outras de natureza moral fazem aos mercados financeiros em geral e às Bolsas em particular. Bem se poderá argumentar que muitas actividades humanas visam um fim benéfico na sua origem mas que a ganância e a irresponsabilidade das pessoas as podem transformar em acções perniciosas. Ora o autor faz uma incursão interessante neste campo, fornecendo aos interessados os pontos de vista dos protagonistas dos vários lados dessa barricada teórica.
5. A coincidência de, em 2011, se completarem vinte anos sobre a data da promulgação do Código do Mercado de Valores mobiliários pelo Decreto-Lei 142-A/91, de 10 de Abril – vulgo Código Sapateiro, tomando o nome do seu principal autor – permite associar esta reedição àquela efeméride, e por arrasto recordar alguns pontos importantes do preâmbulo daquele diploma. Um dos objectivos da reforma corporizada neste diploma visou precisamente “*conferir autonomia aos mercados de valores mobiliários, implicando a sua desestatização, desgovernamentalização e liberalização*”. Ora na base da obra de Ruy Ulrich existe um modelo liberal dos mercados, mas a nossa realidade legal não foi sempre essa. Como escreveu o Dr. Sapateiro,

*“quando em áreas de manifesto interesse geral da comunidade, como o mercado de capitais, a iniciativa privada se substitui ao Estado ou a acção dos agentes económicos deixa de ficar dependente da prévia autorização administrativa é natural que a regulamentação se adense, como única forma de que nesse caso se dispõe para assegurar os interesses gerais”.*

Compreende-se assim a importância do autor em enquadrar as operações de Bolsa nas leis gerais que regem as relações comerciais entre

as partes, bem como as relações dos investidores com os intermediários financeiros a que têm que fazer recurso naquelas operações.

12

6. O processo de integração Europeu também chegou às Bolsas do velho continente através de uma sucessão de interligações operacionais e/ou empresariais entre essas estruturas desses mercados centralizados. A nossa Euronext é disso um exemplo eloquente, mas o correspondente processo de consolidação entre algumas das Bolsas europeias já deu mais uma passo em frente com a sua extensão através do Atlântico em 2007 quando aquele grupo de Bolsas se fundiu com um grupo similar, entretanto construído em torno da New York Stock Exchange. Ora, isto veio agudizar um problema estratégico essencial que já foi referido naquele preâmbulo do Decreto-Lei de 1991:

*“Suscita-se, assim,... para Portugal ... o problema da própria subsistência de um autêntico mercado nacional de valores mobiliários e, para todos e cada um dos Estados membros(da CEE), a necessidade de repensarem, reestruturarem e modernizarem os seus mercados internos, de modo a evitar a sua injustificada subalternização aos dos outros Estados membros com maiores tradições neste domínio ...”.*

Nada melhor, portanto, do que repensar as origens destes mercados para se poder divisar um novo percurso estratégico que vá de encontro às necessidades domésticas e, se possível, nos abra novas oportunidades de negócio no mundo lusófono onde ainda permanecem a nossa matriz jurídica e a nossa herança cultural.

7. Efectivamente, a “pegada” cultural de Portugal no mundo actual excede em muito o pequeno rectângulo Europeu . Deixámos um modelo humano profundamente enraizado nas populações da América, de África e de variadas partes da Ásia. Alguns dos modernos países lusófonos carecem agora de institucionalizar uma Bolsa e um mercado de capitais domésticos para os quais a formação de quadros locais é fundamental. Uma vez que todos eles herdaram o

enquadramento jurídico português, esta tese de doutoramento constitui um excelente veículo educativo para esses fins. Ela insere-se bem em programas de licenciatura tanto no domínio da economia como do direito.

8. Curiosamente, quase ao mesmo tempo que Portugal se afastava deste segmento particular do mercado financeiro – recorde-se, logo a seguir a Abril de 1974, as muitas nacionalizações ocorridas e a suspensão das operações de Bolsa – o resto do mundo, em 1972, dava um grande salto conceptual com o lançamento dos primeiros Futuros Financeiros pela *Chicago Mercantile Exchange*. Para bem ou para mal, o mundo subiu então um grande degrau na escada da sofisticação financeira e na gestão dos vários tipos de risco presentes nos mercados. E, de facto, muitos outros países responderam a esta iniciativa americana através da criação de inovadoras Bolsa de Derivados nos seus centros financeiros, onde, de uma maneira geral, estas decisões encontraram uma enorme aceitação por parte tanto das empresas como dos investidores. Mas Portugal neste momento parece constituir uma excepção, uma vez que seguimos precisamente uma evolução em sentido oposto. Recorde-se que, de acordo com Ruy Ulrich, no final do século XIX e no início do século XX, eram as operações a prazo fixo (equivalentes aos actuais Futuros) e as operações a prazo com opção que dominavam entre nós os volumes de transacção em Bolsa, não as operações a contado. No entanto, hoje os volumes negociados em Futuros e Opções na nossa Bolsa são meramente residuais. Temos assim falta de uma cultura própria deste segmento do mercado.
  
9. Neste campo a história regista que sofremos sucessivamente a abolição administrativa, em 1952, das operações a prazo na Bolsa, e, posteriormente, o insucesso de mercado dos Futuros e Opções lançados no Porto a partir de 1996. O resultado é que o mercado nacional está, em 2011, praticamente sem instrumentos para cobertura dos riscos específicos deste país, sem que se vislumbre uma razão clara para

esta situação. Aliás, o autor dedica uma parte significativa da obra aos diversos tipos de operações a prazo, justificando a sua importância com as muito menores exigências em capital ou em títulos dessas contratações a termo, permitindo assim alavancar os investimentos individuais. Sabe-se, além do mais, que Futuros e Opções são hoje instrumentos comumente utilizados pelas empresas (para “*hedging*”) e pelos investidores (para especulação e arbitragem), e o próprio sucesso na nossa Bolsa do segmento dos Warrants – emitidos em Portugal pelos bancos não residentes – nos prova a apetência do país para este tipo de contratos a prazo. Pensamos por isso que uma nova reflexão estratégica do caso merece agora ser feita, e nesse sentido a importância conferida nesta obra às operações a prazo poderá servir de estímulo a esse estudo.

10. O espantoso progresso das tecnologias ligadas às telecomunicações e à informática veio trazer a estes mercados a possibilidade de automatização dos mecanismos de negociação em Bolsa bem como da posterior liquidação física e financeira desses mesmos contratos. No entanto e no essencial, os fenómenos humanos envolvidos e as exigências jurídicas necessárias praticamente não se alteraram desde o final do século XIX, quando o autor escreveu esta obra. Mas como é muito mais simples analisar todas essas questões no contexto das realidades operacionais iniciais do que considerando a sofisticação actual dos sistemas e dos enquadramentos jurídicos, esta obra constitui um bom ponto de partida uma vez que disponibiliza uma introdução económica e jurídica simplificada da operacionalidade destes mercados, sem perder de vista o rigor da análise nem a abrangência dos temas inerentes a uma Bolsa.

J. C. Rodrigues da Costa

Maria Eugénia Mata

David Justino

Novembro 2011



## **APRESENTAÇÃO DA NOVA EDIÇÃO DO LIVRO**

### **“DA BOLSA E SUAS OPERAÇÕES”**

**de**

**RUI ENNES ULRICH**

O livro que agora se reedita foi publicado em Coimbra, em 1906 pela Imprensa da Universidade.

Trata-se de uma obra completa e cientificamente complexa, devotada ao estudo de um mercado muito especial, a Bolsa. À primeira vista, a obra é meramente académica, porque foi escrita com o propósito de ser usada para provas de Doutoramento na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. No entanto, numa leitura atenta verifica-se que não é propriamente um manual de Direito da Bolsa, mas antes um estudo jurídico-económico sobre o Mercado de Capitais, a sua organização em Portugal, e as reformas de que então carecia, na opinião do autor, por comparação com as Bolsas internacionais sedeadas nas grandes capitais europeias, em virtude das suas função económicas e financeiras.

Dando a conhecer os aspectos empíricos das negociações que eram “*feitas em voz alta*”<sup>1</sup>, o livro atribui enorme relevo aos contratos verbais como pontos de equilíbrio do mercado, conceito que se reporta aos princípios da mecânica, uma ciência nova nesta época, de grande inspiração para as ciências sociais em geral e para os economistas em particular<sup>2</sup>. Descrevendo os aspectos institucionais que se prendem com o dia-a-dia institucional da

---

<sup>1</sup> N. E.: *Páginas* 6-7, 16.

<sup>2</sup> N. E.: *Como em Leon Walras ou Vilfredo Pareto, da escola de Lausanne, ou ainda como em Irving Fisher, em Yale. (Shumpeter, Joseph – History of economic analysis – Allen and Unwin, 1954)*

Bolsa de Lisboa, o livro separa as Bolsas de Valores das de Mercadorias, e sublinha que “*Sendo raríssima a venda de valores fora da Bolsa, é vulgaríssima a venda de mercadorias fora d’ella*”<sup>3</sup>.

Trata-se de um livro de grande erudição jurídica, económica e financeira. O século XIX fora, na verdade, um período de apogeu da industrialização em muitos dos países europeus, trouxera a intensificação das trocas comerciais, assistira aos grandes fluxos migratórios entre a Europa e os demais continentes, nele ocorrera uma verdadeira globalização para os movimentos de capitais. A fundação das grandes sociedades anónimas (financiadas por acções) em diversificadíssimos sectores, desde a indústria aos transportes, e o carácter multinacional dos negócios, forjaram a multiplicação e a sofisticação das praças bolsistas por todo o velho continente e também no Novo Mundo.

Bom conhecedor da História, o autor do livro, Ruy Ennes Ulrich, pertence a uma família de origem alemã de banqueiros e de negócios de largo trato que se deslocou de Hamburgo para Lisboa por meados do século XVIII no contexto das oportunidades que oferecia a reconstrução urbana da capital portuguesa pelo Marquês de Pombal, em virtude do terramoto de 1755, e que se dispersou pelo Porto, por Coimbra, e pelo Rio de Janeiro. O autor tem portanto uma cultura familiar financeira que pode explicar o seu interesse pela bibliografia sobre o tema da Bolsa e as suas operações. Dedicou atenção à sua evolução desde a Antiguidade para aí discutir as suas origens. Começa por Portugal, e descreve depois as características e sistemas em uso nas grandes Bolsas Europeias. Confere assim uma grande abrangência temporal e geográfica ao livro, para de seguida também impor uma rara abrangência interpretativa aos mercados bolsistas dentro do sistema capitalista das sociedades desenvolvidas do seu tempo. Sem propriamente falar em “custos de transacção”, o livro interpreta as transacções de mercadorias e de valores como a expressão máxima do uso de capital (e sua transferência com a passagem de mãos entre agentes económicos no mundo dos negócios), para privilegiar o significado que a riqueza mobiliária tem para a prosperidade e o crescimento económico. Suficientemente claro para poder ser lido pelo cidadão comum educado, mas suficientemente profundo para

---

<sup>3</sup> N. E.: *Página 6.*

poder ser classificado como um manual de Finanças, o livro foi exemplarmente escrito para ser uma obra de referência.

A legislação em vigor em Portugal, à época, vinha do Código Comercial em vigor (de 1888, de Veiga Beirão<sup>4</sup>) e era complementada com o Decreto de 10 de Outubro de 1901 (que inclui os importantes **Regimento do Ofício de Corretor e Regulamento do Serviço e Operações das Bolsas de fundos públicos e particulares e outros papéis de crédito**) e com o Decreto de 24 de Dezembro de 1901 (sobre os horários de funcionamento das Bolsas), os quais suscitaram ao autor uma dedicada descrição dos aspectos jurídicos relativos ao exercício deste cargo como profissão, assim como longas reflexões sobre as suas câmaras enquanto formas de organização das operações de registo, de liquidação, e de gestão.

A Bolsa é descrita como um tipo de mercado que é multi-facetado em termos de tipos de negócio que desenvolve (dos câmbios à admissão à cotação na Bolsa de títulos emitidos por sociedades, da admissão dessas novas acções e obrigações à sua transacção, da recepção de ordens de compra e venda dos títulos de dívida pública à colocação das novas emissões, das operações a Contado às transacções a Prazo, sejam elas firmes ou opções).<sup>5</sup> É reconhecidamente tratada como multi-polar no que respeita aos clientes que serve (desde os aforradores individuais às companhias, às sociedades, ao Estado emissor de dívida pública), sempre na missão de encontrar a compatibilização dos planos de todos os agentes envolvidos, e em todos os tipos de operações praticadas. Não está por isso longe do conceito actual de “mercado de plataforma (*platform market*)” que a ciência económica usa e está a estudar, quer na perspectiva da microeconomia, quer da logística e da gestão, ou do estudo dos equilíbrios de mercado.

A visão sociológica está sempre muito presente na discussão do mercado português bolsista, nomeadamente para vir a concluir que “*o monopólio, sendo sempre preferível a qualquer outro systema, é incontestavelmente o único que se harmoniza com as circunstâncias próprias do nosso meio económico*”.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> N. E.: *Aprovado por Lei de 28 de Junho de 1888, entrou em vigor em 1 de Janeiro de 1889.*

<sup>5</sup> N. E.: *Páginas 433-503, e 507-542.*

<sup>6</sup> N. E.: *Página 383.*

O carácter monopolista da profissão de corretor é largamente discutido, assim como a legitimidade dos seus rendimentos, e para os justificar é usada não só a perspectiva dos custos para os utilizadores, como também a das garantias de lisura, transparência, honorabilidade dos contratos, segurança, exactidão, honestidade, e segredo profissional<sup>7</sup>.

O papel do Estado como agente regulador deste mercado, e fiscalizador da sua actividade no interesse das corporações comerciais, da economia nacional, e da sociedade em geral, está meticolosamente explorado<sup>8</sup>. Embora o livro não registe a expressão da Bolsa como “bem público”, todo o aparato conceptual que desenvolve sobre a acessibilidade, horários praticados, policiamento, transparência e eficiência, é estabelecido como um conjunto de vantagens para o conjunto das actividades económicas e para o bem comum enquanto expressão do interesse dos cidadãos em geral. Só falta chamar-lhes “externalidades positivas”.

A operacionalidade e as melhorias de eficácia graças ao uso da comunicação telegráfica e telefónica estão bem patentes no livro, traduzindo a importância da diminuição dos custos de informação. A indispensabilidade da publicação do Boletim Diário nos jornais é apresentada como a publicidade necessária que se requer para o abaixamento dos custos de informação financeira, por um lado, e para a virtude da transparência do mercado, por outro.

Ao contribuir para o aumento da literacia financeira dos leitores, o livro em si mesmo é um instrumento de divulgação das boas práticas e da alta responsabilidade que cabe aos intervenientes neste mercado.

A obra não se furta à discussão de aspectos inovadores como as “Clearing Houses” para a liquidação<sup>9</sup>, nem evita interpretações polémicas vindas das correntes do socialismo de Karl Marx, do socialismo de estado de Adolphe Wagner e Karl Rodbertus e do anarquismo de Pierre-Joseph Proudhon, e usa neste domínio não só estas contribuições e interpretações, como lança mão

---

<sup>7</sup> N. E.: *Seguindo Oulmann, 1902, páginas 265-286-342; 346-370-384.*

<sup>8</sup> N. E.: *Páginas 125-130.*

<sup>9</sup> N. E.: *Páginas 463-476. Note-se que aqui se trata de simples câmaras de compensação entre pagamentos e recebimentos e entre entregas de títulos e o seu oposto. Não se trata das modernas entidades garantidoras da final implementação dos contratos a prazo – as chamadas CCP – Central Counterparts – através de operações de novação dos contratos de transacção iniciais, explicitamente afastadas pelo autor.*

também de um vasto leque de autores e especialistas internacionais que vai citando, nomeadamente para o Direito comparado das Bolsas dos vários países<sup>10</sup>. Predomina a influência da bibliografia francesa, como é próprio da época. São 36 os autores franceses citados no livro e na bibliografia, para o domínio do estudo das Bolsas<sup>11</sup>, da Economia Política<sup>12</sup>, do Direito Comercial<sup>13</sup> e da História em geral<sup>14</sup>. Também é largamente importante a influência de autores italianos, pois são 11 as citações usadas no livro.<sup>15</sup> Curiosamente são apenas residuais as citações de autores para a Espanha<sup>16</sup>, a Alemanha<sup>17</sup> e o Reino Unido<sup>18</sup>. O leitor especialista em Finanças notará que o livro não cita Louis Bachelier, o pai fundador da matemática financeira e das interpretações do comportamento do preço das acções como um processo estocástico, que apresentou este contributo na sua tese de doutoramento sobre a Teoria da Especulação, na Sorbonne, publicada em 1900. Deve notar-se contudo que não é este o tema de Ruy Ennes Ulrich embora chegue a abordar a questão da especulação, e, sobretudo, deve dizer-se que a contribuição de Louis Bachelier estava longe de ser um sucesso no meio académico francês, na altura. Apenas aprovado e sem distinção, Bachelier só viria a leccionar em 1909, só alcançaria uma posição permanente em 1927 (e em Besançon), e era portanto um autor irrelevante, ao tempo.<sup>19</sup>

---

<sup>10</sup> N. E.: *Páginas 387-417.*

<sup>11</sup> N. E.: *Os citados são Alph. Courtois, Ambroise Buchere, André Moysen, André Sayous, Arthur Raffalovich, Buriat, Emanuel Vidal, Jean Bedarride, Jeannotte Bozerian, Charles Scherer, C. Colson, Boudon, G. Chevilliard, Henri Fontaine, Henri Oulman, Horace Say, Jean Hayaux du Tilly, J. G. Courcelle-Seneuil, Lafargue, Prosper, e Rambaud,*

<sup>12</sup> N. E.: *Os citados são Abel Waldeman, C. Cosack, Edmond Weil, Edmond Guillard, Georges Boudon, e J. Baptiste Say.*

<sup>13</sup> N. E.: *Os citados são A. Bouche-Leclerq, Eliezer Lambert, Ch. Lyon-Caen, L. Renault, e Emile Laveleye.*

<sup>14</sup> N. E.: *Os citados são Eugene Petit, E. Thaler, Joachim Marquardt, e Paul Frederic Girard.*

<sup>15</sup> N. E.: *Os citados são Alberto Margbieri, Augusto Graziani, Camilo Supino, David Supino, Ferdinando Piccinelli e o Prof. Grunbut, em materia da Bolsa; Ferrari no que respeita à Economia Política, e Ercole Vidari, Luigi Franchi, David Supino, e Dott Errico Thol, no que respeita ao Direito.*

<sup>16</sup> N. E.: *Os citados são Carreras e Gonzalez, sobre as Bolsas e Eduardo Perez Pujol sobre História.*

<sup>17</sup> N. E.: *Os citados são F. J. Peleger, e L. Gschwindt.*

<sup>18</sup> N. E.: *Sobre Bolsas no Reino Unido só John R. dos Passos é citado.*

<sup>19</sup> N. E.: *Como outros casos na ciência económica. Cite-se por exemplo o esquecimento a que foi votada a contribuição pioneira de Antoine Cournot no estudo dos equilíbrios de mercado publicado em 1838, Recherches dans les Principes Mathématiques de la Théorie des Richesses. Poucos*

Um aspecto final sobre este livro merece realce, que é o carácter pedagógico e didáctico que lhe é inerente, não só pela clareza da linguagem mas também pelo recurso frequente à exemplificação e ao uso de casos concretos. Frequentemente o autor confronta o leitor com o exemplo do senhor Pedro que quer vender a quantia  $x$  de acções e o senhor Paulo que se dirigiu ao seu Banco e que pretende adquirir títulos, para explicar os mecanismos de compensação, por exemplo, com a intervenção de António, que é corretor<sup>20</sup>. Deve dizer-se que raramente é possível encontrar num livro o justo equilíbrio entre a erudição científica feita de abstracção e de largos horizontes teóricos, e simultaneamente a explicação concretizada, saída da vida real, pungida e verídica, que transporta as formulações teóricas para as necessidades do quotidiano e para a sua aplicabilidade.

Curiosamente, o autor do livro, Ruy Ennes Ulrich, era muito jovem quando escreveu esta obra, pois nasceu no dia 20.04.1883 em Lisboa, e contava portanto 23 anos de idade quando a publicou. Cobre uma área de verdadeira lacuna bibliográfica em Portugal, ao tempo. Na verdade, não cita nenhum trabalho português sobre a Bolsa (embora seja pródiga a citação de obras de Direito Comercial<sup>21</sup> e de História<sup>22</sup>, para além de trabalhos e livros de Economia Política e Geografia Estatística<sup>23</sup>). Este facto é em si mesmo muito surpreendente, pois a complexidade do tema e a profundidade da análise que apresenta mostram não só a sua grande erudição jurídica, mas também um conhecimento empírico e prático muito fundamentado sobre o Mercado de Capitais, as suas peculiaridades, o carácter das suas operações e o papel económico que desempenha nas economias de mercado modernas.

Ruy Ennes Ulrich foi aluno da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, para onde entrou no ano lectivo de 1899-1900, com a idade

---

*tinham ainda notado a sua importância à data da sua morte em 1877. (Robert Ekelund, Robert Herbert, A History of Economic Theory and Method, Mc-Graw-Hill, N. York, etc, 1975, pág. 209).*

<sup>20</sup> N. E.: *A título exemplificativo leiam-se as páginas 467-471.*

<sup>21</sup> N. E.: *Como Diogo Pereira Forjaz Pimentel, Joaquim Pedro Martins, José Ferreira Borges, José da Silva Lisboa, e M. A. Coelho da Rocha.*

<sup>22</sup> N. E.: *Como Arnaldo Gama, Costa Lobo, Gama Barros, José Anastácio de Figueiredo, Pinheiro Chagas, e Rebelo da Silva.*

<sup>23</sup> N. E.: *De Adrien Balbi, José Alberto dos Reis e Marnoco e Sousa.*

de dezasseis anos e era, de acordo com o Anuário da Universidade<sup>24</sup> deste ano, o aluno nº 138. Ainda enquanto estudante logo se distinguiu nas suas classes, podendo ler-se no Anuário do ano lectivo de 1902-03 que conquistou o Prémio *Accessit (sem gradação)* como aluno do 4º Ano<sup>25</sup>. Começou a mostrar um sólido conhecimento jurídico com o trabalho *Estudos de Economia Nacional, Crises Económicas Portuguesas*, vol. 1, Coimbra, 1902. Em 1904 saiu Bacharel, como se comprova pelo Anuário da Universidade de Coimbra para o ano lectivo de 1904-05, que apresenta o seu nome na respectiva lista de Bacharéis, acrescentando que era filho de João Henrique Ulrich e que era natural de Lisboa<sup>26</sup>.

Ao tempo estava extinto o chamado “*anno de repetição ou sexto anno para a admissão aos graus de licenciado e de doutor*”<sup>27</sup>. Na verdade, como a procura destes graus tinha sucessivamente diminuído, e “*quasi se limita hoje aos aspirantes ao magistério nas faculdades da Universidade*”, não se justificava “*a perda de um anno de frequência, alem do quinquennio até ao acto da formatura*”<sup>28</sup>, até porque “*sendo essa frequência nas aulas de mera formalidade no 6º anno em que os doutorandos têm de seguir as lições de aulas que já cursaram, e em cujas disciplinas já foram aprovados*”, reduziam-se as despesas em propinas e permitia-se que pudessem “*concorrer a estes graus os alumnos mais talentosos a quem a falta de meios afasta d’esta carreira*”<sup>29</sup>. Porém, só os bacharéis formados com classificação de Muito Bom ou Bom podiam requerer a admissão às provas públicas de licenciatura e de doutoramento, “*ficando dispensadas as informações de licenciatura que tiver logar no mesmo anno do doutoramento*”.

Ruy Ennes Ulrich foi assim admitido ao grau de Licenciado graças às “*informações de formatura, dadas depois dos actos d’este nome*”<sup>30</sup>.

<sup>24</sup> N. E.: Como pode ler-se na página 57 desse Anuário.

<sup>25</sup> N. E.: Assim como o seu colega José Caeiro da Matta, nascido em 1877, página 131.

<sup>26</sup> N. E.: O Anuário do ano lectivo de 1903-04, em que frequentava o 5º ano, já facultava esta informação na página 128, acrescentando a morada do Arco do Bispo nº 3.

<sup>27</sup> N. E.: Parágrafo único do Artº 5º do Decreto de 15-06-1870, publicado no Diário do Governo nº 155 de 14 de Julho de 1871.

<sup>28</sup> N. E.: Como explica o preâmbulo do Decreto de 15-06-1870, (D. G. nº 155 de 14 de Julho de pp. 374-376).

<sup>29</sup> N. E.: Preâmbulo do Decreto de 15-06-1870, (Diário do Governo nº 155 de 14 de Julho de p. 375).

<sup>30</sup> N. E.: Artº 1º do Título I do Regulamento do Decreto de 11 de Julho de 1871, publicado no Diário do Governo nº 155 de 14 de Julho de p. 378.

Os actos tinham seis provas: era necessária uma “*dissertação manuscrita*”, a entregar 10 dias antes da data da prova; e era necessário responder a perguntas, havendo “*vinte e cinco pontos, divididos em grupos distintos de cinco por argumentos, d’entre as matérias mais importantes do curso geral*”, e o examinando tirava os pontos “*à sorte com antecipação de três dias, na presença do Reitor, do lente de prima e do secretario da Universidade*”<sup>31</sup>. As respostas eram “*apresentadas ao director para revisão por 3 lentes efectivos designados por turno*”. Quinze dias antes da data marcada para do **acto de conclusões** o candidato entregava tantos exemplares impressos da dissertação e destas *theses* quantos fossem os necessários para distribuição pelo Reitor e pelos Lentes e Doutores da faculdade. Oito dias antes do acto, cada arguente participava ao lente de prima qual “*a these que há de ser objecto do seu argumento*”. As teses eram defendidas em 5 provas portanto, e havia 30 minutos de intervalo entre a defesa da dissertação e as teses.

Ruy Ennes Ulrich “*fez acto de Licenciado em 30 de Março de 1905 (...) obtendo a classificação de Muito Bom com 19 valores*” com a dissertação *Estudos sobre a condição legal das ordens e congregações religiosas em Portugal. De 1834 a 1901*, Coimbra, 1905 e obteve a classificação de Muito Bom com 19 valores<sup>32</sup>. “*Recebeu no mesmo dia, na Real Capella, o grau de LICENCIADO, que lhe foi conferido pelo Exmº Reitor*”<sup>33</sup>. Ruy Ennes Ulrich foi o melhor aluno da licenciatura de Direito da Universidade de Coimbra neste ano (a classificação seguinte foi a de José Caeiro Matta que obteve 18 valores)<sup>34</sup>.

O passo seguinte foi a obtenção do grau de Doutor o qual tinha por requisitos “*compor e sustentar uma dissertação inaugural, da livre eleição do candidato, e apresentar e defender ‘theses’, em número não inferior*

---

<sup>31</sup> N. E.: *Idem*, p. 380.

<sup>32</sup> N. E.: *Parágrafo 1º do Artº 3º do Regulamento do Decreto de 11-07-1871 publicado no Diário do Governo nº 155 de 14 de Julho de 1871* (p. 379).

<sup>33</sup> N. E.: *Anuário da Universidade de Coimbra para o ano lectivo de 1904-05, que reporta na página 25 os “ACTOS GRANDES NO ANO LECTIVO DE 1904-05”*.

<sup>34</sup> N. E.: *Caeiro da Mata nasceu em 1877, formou-se bacharel em Direito a 11 de Julho de 1903, e prosseguiu estudos que o levaram à licenciatura a 20 de Março de 1905 e ao doutoramento a 13 de Maio de 1906*.



a 24 nem superior a 36, em assuntos da escolha do conselho da faculdade, em latim ou em português”. Ruy Ennes Ulrich fez o seu Doutoramento muito rapidamente. Defendeu *theses* nos dias 13 e 14 de Março de 1906<sup>35</sup>. No fim havia uma votação em escrutínio secreto, de AA a RR para a admissão ao grau de Doutor: “Os lentes efectivos da faculdade que hajam assistido a todo o acto” procediam à votação em escrutínio secreto, sendo o candidato aprovado se obtivesse a maioria absoluta de votos. Note-se que de acordo com a lei “A falta de assistência dos lentes de todas as faculdades ao acto em que se confere o grau de doutor é contada como as faltas ao serviço académico nos dias lectivos”<sup>36</sup>. Tendo o acto de conclusões magnas decorrido em 28 e 29 de Março de 1906, a data de doutoramento foi 13-05-1906 e foi “objecto da dissertação inaugural: *Da Bolsa e suas Operações*”. Nas “informações de mérito litterário” pode verificar-se que Ulrich alcançou de novo “Em merecimento litterario: **Muito Bom**, com 19 valores”<sup>37</sup>, que lhe facultou em 21-12-1906 o “primeiro despacho para o magistério de Professor Cathedratico”<sup>38</sup>. Para este efeito apresentou o trabalho *Do Reporte no Direito Comercial Português* como *Dissertação para o concurso ao magisterio na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*.

De 1906 a 1910 foi professor da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, regendo a cadeira de Administração Colonial<sup>39</sup> de 4º ano. Poderá associar-se a esta função a obra *Ciência e Administração Colonial*, publicada em Coimbra, em 1908.

Em 1910, após a proclamação da República demitiu-se, na sequência da chamada “Questão Académica” e rumou a Lisboa. Viria a ter uma vida pro-

---

<sup>35</sup> N. E.: *Anuário da Universidade de Coimbra para o ano lectivo de 1906-07, que reporta na página 25 os “ACTOS GRANDES NO ANO LECTIVO DE 1905-06”.*

<sup>36</sup> N. E.: *Artº 18, do Regulamento do Decreto de 11-07-1871 publicado no Diário do Governo nº 155 de 14 de Julho de 1871 (p. 383).*

<sup>37</sup> N. E.: *Anuário da Universidade de Coimbra para o ano lectivo de 1906-07, que reporta na página 25 os “ACTOS GRANDES NO ANO LECTIVO DE 1905-06, páginas 25 e 27, respectivamente. Já havia sido abolida a “informação sobre mérito moral” dos bacharéis licenciados e doutores estabelecida na carta régia de 3 de Junho de 1782.*

<sup>38</sup> N. E.: *Anuário da Universidade de Coimbra para o ano lectivo de 1907-08, páginas 10-11. Apresentou o trabalho Do Reporte no Direito Comercial Português, como Dissertação para o concurso ao magistério na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.*

<sup>39</sup> N. E.: *Anuário da Universidade de Coimbra para o ano lectivo de 1909-10, página 160.*

fissional longa, muito intensa e polifacetada até 1953, ano em que atingiu o limite de idade, após o exercício de muitos cargos, alguns próximos da vida política, outros sobretudo, e mais frequentemente, de carácter técnico, para os quais se preparara academicamente.

Viveria ainda até aos 83 anos de idade, pois faleceu em Lisboa no dia 20 de Janeiro de 1966.

Voltaria ao magistério académico em 1935, de regresso a Lisboa do cargo de Embaixador em Londres, que exerceu desde 1933 até essa data, quando foi convidado a reger a cadeira de Economia Política na Faculdade de Direito de Lisboa.<sup>40</sup> Em 1937, passou a Director desta Faculdade e manteve-se nesse cargo até 1950, quando foi de novo nomeado Embaixador de Portugal em Londres e até se reformar.

Diz Reis (2011) que em 1911 foi eleito vogal da Junta de Crédito Público, lugar que ocupou até 1914, ano em que começou a participar na administração do Banco de Portugal (até 1928)<sup>41</sup>. Viria a ser Presidente da Mesa da Assembleia Geral do Banco em 1958. Até 1933 exerceu sobretudo funções de topo em grandes companhias: foi presidente da Companhia de Moçambique, de 1920 a 1933, e da C.P. de 1922 a 1933. Regressado de Londres, foi presidente da Companhia Nacional de Navegação a partir de 1936, vogal da Junta Nacional da Marinha Mercante, em 1940, presidente do Centro de Estudos Económicos, administrador das Companhias Reunidas de Gás e Electricidade, administrador da Companhia de Caminho de Ferro de Benguela, e administrador da Companhia de Seguros Ultramarina.

Procurador à Câmara Corporativa da I à IV Legislatura (de 1936 a 1942), fez parte do Conselho dos Suplentes do Pacto do Atlântico Norte (entre 1950 e 52)<sup>42</sup>. Foi nessa qualidade que representou Portugal em 22 de Outubro de 1951 na assinatura do protocolo de entrada da Grécia e da Turquia na NATO.

---

<sup>40</sup> N. E.: *Onde fez parte da comissão de redacção da Revista da Faculdade de Direito*

<sup>41</sup> N. E.: *Jaime Reis, Uma Elite Financeira, Os Corpos Sociais do Banco de Portugal 1846-1914, Banco de Portugal, 2011.*

<sup>42</sup> N. E.: *Raquel Sofia Lemos, Ficha bio-bibliográfica de Rui Ennes Ulrich (1883-1966), disponível no seguinte site da Faculdade de Direito da UNL: [http://www.fd.unl.pt/ConteudosAreasDetalhe\\_DT.asp?I=1&ID=1372](http://www.fd.unl.pt/ConteudosAreasDetalhe_DT.asp?I=1&ID=1372).*

Além de membro de diversas sociedades científicas<sup>43</sup>, chegou a ser Presidente da Sociedade de Geografia e vice-presidente da Academia de Ciências de Lisboa.

Foi condecorado com a Grã-cruz da Ordem de Cristo, a Grã-cruz da Ordem de Sant'Iago da Espada, e a Grã-cruz da Ordem da Coroa (Roménia).



Ruy Ennes Ulrich, Presidente do Conselho de Administração da  
CP - Companhia de Caminhos de Ferro Portugueses.  
Arquivo CP

---

<sup>43</sup> N. E.: *Do Instituto Colonial Internacional; da Academia Diplomática Internacional.*

## PRINCIPAIS OBRAS DO AUTOR

26

- *Estudos de economia nacional, Crises económicas portuguesas, vol. I*, Coimbra, Imprensa da Universidade, 1902;
- *Estudo sobre a condição legal das ordens e congregações religiosas em Portugal. De 1834 a 1901*, Coimbra, Imprensa da Universidade, 1905;
- *Da Bolsa e suas operações*. Coimbra, Imprensa da Universidade 1906;
- *Do Reporte no direito commercial portuguez*, Coimbra, Imprensa da Universidade, 1906
- *Estudos de Economia Nacional, vol. II, Legislação Operária Portuguesa*, Coimbra, Ed. França Amado, 1906;
- *Ciência e Administração Colonial*, Coimbra, Imprensa da Universidade 1908;
- *Política Colonial*. (Lições feitas ao curso do 4º anno jurídico no anno de 1908/1909), Coimbra, Imprensa da Universidade, 1909;
- *Economia Colonial*. (Lições feitas ao curso do 4.º ano jurídico no ano de 1909), Coimbra, Imprensa da Universidade, 1910;
- *Regime monetário colonial*, in Boletim da Sociedade de Geografia de Lisboa, 1911-1912;
- *Finanças Coloniais*, Coimbra, Imprensa da Universidade, 1912;
- *Teoria económica das reservas bancárias*, in Economia e Finanças, Coimbra, Imprensa da Universidade, 1914;
- *Colonizações ibéricas*, in A questão Ibérica, Lisboa, 1916;
- *Lições de Economia Política, vol. I*, Lisboa, 1937;
- *Economia Política - Moeda, preços, crédito*, (Lições proferidas na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa ao 2º anno jurídico), Lisboa, Imprensa Baroëth 1938;
- *Relações económicas luso-britânicas*, in Mercados Externos, Lisboa, Associação Comercial de Lisboa, 1938;
- *O caso da Cooperativa Auto-Mecânica de Portugal (parecer)*, in Jornal do Fôro, ano 3, n.º 40, 1939, pp. 66-69;
- *A antiga Bolsa do Porto*, Porto, 1940;
- *Crítica do Socialismo utópico dos idealistas e do socialismo revolucionário dos marxistas*, separata de “O Ocidente”, Lisboa, 1940;

- *Economia política - Bancos de emissão, câmbios, comércio*, (Lições proferidas ao curso do 4º ano jurídico nos anos de 1938-39 e 1939-40), Lisboa, Imprensa Baroëth, 1940;
- *Os diplomatas do Portugal restaurado*, Lisboa, 1940;
- *Os Transportes*, 1941;
- *Discurso na Academia das Ciências de Lisboa em homenagem ao Brasil*, Academia das Ciências de Lisboa, Lisboa, 1941;
- *Sociedades anónimas e sua fiscalização (1940)*, in Revista da Ordem dos Advogados, ano 1, n.º 1, 1941, pp. 14-27;
- *Economia política (Repartição - Propriedade - Renda - Juro)*, 1943;
- *Economia Política – Crédito*, (Lições proferidas na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa no ano lectivo de 1944/45), Lisboa, Luiz Manuel R. Tomé e António Luiz R. da Silva Branco, 1945
- *Aspectos gerais do problema dos transportes em Portugal*, in Problemas do pós-guerra – Ciclo de conferências, Lisboa, Associação Comercial de Lisboa, 1945;
- *Economia Política – Consumo*, (Lições proferidas na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa no ano lectivo de 1944/45 e 1945/46), Lisboa, Luiz Manuel R. Tomé e António Luiz R. da Silva Branco, 1946
- *Economia Política – Câmbios*, (Lições proferidas na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa no ano lectivo de 1945/46), Lisboa, Luiz Manuel R. Tomé e António Luiz R. da Silva Branco, 1946
- Discurso na sessão da Academia das Ciências comemorativa do cinquentenário do governo colonial de António Enes, 1947;
- *Introdução ao estudo do Economia Política*, (Lições proferidas na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa no ano lectivo de 1946/47), Lisboa, Luiz Manuel R. Tomé e António Luiz R. da Silva Branco, 1947
- *Economia Política – Circulação*, (Lições proferidas na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa no ano lectivo de 1946/47 e 1947/48), Lisboa, Luiz Manuel R. Tomé e António Luiz R. da Silva Branco, 1948
- *Economia Política – Comércio*, (Lições proferidas na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa no ano lectivo de 1945/46 e 1947/48), Lisboa, Luiz Manuel R. Tomé e António Luiz R. da Silva Branco, 1948

- *Manipulações monetárias e preços*, Coimbra, 1948;
- *Economia política – O salário*, (Lições proferidas na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa no ano lectivo de 1948/49), Lisboa, Luiz Manuel R. Tomé e António Luiz R. da Silva Branco, 1949
- *Novas concepções em matéria de salários*, in Revista do Faculdade de Direito do Universidade de Lisboa, vol. VI, 1949, pp. 7-26;
- *Doutor Manuel Rodrigues*, in Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, vol. VII, 1950, pp. 337-347;
- *Economia política – Os transportes*, Lisboa, Luiz Manuel R. Tomé e António Luiz R. da Silva Branco, 1950;
- *El-Rei Dom Manuel e o Marques de Soveral em Londres*, 1954;
- Conferência, Vila Viçosa, 1954; *A conjuntura económica actual de Portugal, 1954*; Discurso na sessão comemorativa do centenário de Almeida Garrett na Academia das Ciências, 1954.

Lisboa, Novembro de 2011

José Rodrigues da Costa

Maria Eugenia Mata

David Justino

**DISSERTAÇÃO INAUGURAL**  
**ACTO DE CONCLUSÕES MAGNAS**

**FACULDADE DE DIREITO**  
**UNIVERSIDADE DE COIMBRA**

**1906**

(Página deixada propositadamente em branco)



## ÍNDICE

PREFÁCIO.....	37
PARTE I – Noções e Princípios Gerais.....	39
CAPÍTULO I – Noções Gerais.....	41
I. Noção de Bolsa.....	41
II. Suas características e divisões gerais.....	42
CAPÍTULO II – Teoria Económica das Bolsas.....	47
I. Noções gerais. Utilidade das Bolsas.....	47
II. As Bolsas e a lei da oferta e da procura.....	50
III. As Bolsas e a lei da divisão do trabalho.....	52
IV. As Bolsas como órgãos de informação.....	53
V. As Bolsas nas suas relações com o crédito público e com a riqueza nacional.....	55
VI. As Bolsas e a solidariedade económica.....	59
VII. As Bolsas e os conceitos do valor e do lucro: teoria de L'AFARGUE.....	60
VIII. As Bolsas e a crescente mobilização da riqueza.....	68
IX. As Bolsas e o crédito.....	71
X. As Bolsas e o capital improdutivo; teoria de SUPINO.....	74
PARTE II – Estudo Histórico das Bolsas.....	81

CAPÍTULO I – Evolução Histórica das Bolsas .....	83
I. As Bolsas na antiguidade.	
O <i>Collegium mercatorum</i> e os <i>argentarii romanos</i> .....	83
II. As Bolsas na Idade Média.....	89
III. As Bolsas nos tempos modernos .....	92
IV. Em França .....	93
V. Na Inglaterra .....	96
VI. Na Alemanha.....	97
VII. Noutros países.....	98
CAPÍTULO II – História das Bolsas em Portugal .....	101
I. Antiguidade. Espanha grega, romana e goda .....	101
II. Monarquia portuguesa:	
a) As feiras e os mercados.....	104
III. b) As Bolsas e os seus precedentes .....	111
IV. c) Os Corretores .....	124
PARTE III – Da Organização das Bolsas.....	137
CAPÍTULO I – Os Princípios e a Organização Portuguesa .....	139
I. Instituição, administração e extinção das Bolsas.....	139
II. Condições de admissão e casos de exclusão.....	148
III. Empregados.....	154
IV. Condições materiais do funcionamento das Bolsas .....	158
V. Polícia interna e externa das Bolsas .....	159
VI. Receitas e despesas da Bolsa; sua gerência.....	161
CAPÍTULO II – As Bolsas Estrangeiras .....	165
I. Mercados livres: a) Inglaterra. O Stock-Exchange .....	165

II.	b) Estados Unidos da América do Norte .....	170
III.	c) Bélgica .....	172
IV.	d) Outros países. Bolsas oficiais .....	173
V.	a) França .....	174
VI.	b) Alemanha.....	175
VII.	c) Áustria-Hungria .....	178
VIII.	d) Outros países.....	179
 <b>PARTE IV – Dos Corretores .....</b>		<b>183</b>
 <b>CAPÍTULO I – Princípios e Disposições Gerais .....</b>		<b>185</b>
I.	Utilidade, origem, noção e divisão dos Corretores.....	185
II.	Da natureza do ofício de Corretor.....	188
III.	Instituição, nomeação, suspensão e extinção do ofício de Corretor .....	195
IV.	Associações de Corretores entre si ou com terceiros .....	206
V.	Substituição dos Corretores; seus auxiliares .....	214
 <b>CAPÍTULO II – A Câmara dos Corretores .....</b>		<b>219</b>
I.	Noções gerais.....	219
II.	Funções da Câmara dos Corretores: a) Disposições gerais .....	222
III.	b) Admissão de títulos à cotação.....	227
IV.	c) Cotação oficial da Bolsa e respectivo Boletim .....	237
V.	d) Responsabilidade pelos actos dos seus membros.....	247
VI.	e)Administração interna: Comissão Administrativa, Síndico, Secretário e Tesoureiro.....	251
 <b>CAPÍTULO III – Funções dos Corretores .....</b>		<b>257</b>
I.	Monopólio dos Corretores: a) Princípio geral .....	257
II.	b) Suas sanções; da intrusão no ofício de Corretor .....	259
III.	Funções dos Corretores .....	264

IV. Remuneração da mediação exercida pelos Corretores: corretagens e emolumentos. ....	272
---	-----

#### CAPÍTULO IV – Obrigações e Proibições Impostas aos Corretores .....281

I. Disposições gerais.....	281
II. Da caução .....	283
III. Da prestação do seu ofício .....	289
IV. Do exercício do comércio por conta própria .....	291
V. Do contracto directo ou do interesse dos Corretores nas operações realizadas por sua mediação.....	296
VI. Forma da realização das transacções; suas garantias .....	303
VII. Do segredo profissional.....	306
VIII. Da escrituração .....	313
IX. Das cópias de assentos, recibos, cartas de aviso, notas e certidões .....	321

#### CAPÍTULO V – Apreciação Geral do nosso Regime Legal

##### A Questão do Monopólio dos Corretores.....327

I. Exposição da questão .....	327
II. Os argumentos contra o monopólio; defesa do regime da comissão ou privilégio. ....	329
III. Refutação desses argumentos; a superioridade do monopólio.....	342

#### CAPÍTULO VI – Estudo das Legislações Estrangeiras .....363

I. Noções gerais.....	363
II. Sistemas de monopólio: a) França .....	364
III. b) Áustria .....	368
IV. c) Itália.....	369
V. d) República Argentina .....	371
VI. e) Outros países.....	372

VII. Sistemas de liberdade: a) Inglaterra.....	373
VIII. b) Bélgica.....	378
IX. c) Estados unidos da América do Norte.....	379
X. d) Suíça.....	380
XI. Sistemas mistos: a) Alemanha.....	381
XII. b) Rússia.....	384
XIII. c) Espanha.....	385
XIV. d) Outros países.....	386
<b>PARTE V – Das Operações de Bolsa.....</b>	<b>391</b>
<b>CAPÍTULO I – Noções Gerais.....</b>	<b>393</b>
I. Noções e caracteres gerais das Operações de Bolsa.....	393
II. Suas classificações.....	395
III. Algumas regras gerais.....	399
<b>CAPÍTULO II – Operações a Contado.....</b>	<b>403</b>
I. Noção e principais aspectos das operações a contado; suas relações com a especulação.....	403
II. Regras gerais; as ordens de Bolsa.....	408
III. Liquidação.....	410
IV. Garantias.....	413
<b>CAPÍTULO III – Operações Firmes a Prazo.....</b>	<b>417</b>
I. Noções gerais; sua importância e utilidade.....	417
II. Regras legais.....	423
III. Liquidação.....	428
IV. Contractos a descoberto.....	439
V. Contractos diferenciais.....	444
VI. Garantia ou caução.....	452

CAPÍTULO IV – Operação a Prazo sobre Opções ou a Prémio .....	463
I. Noções e princípios gerais.....	463
II. Importância e regras próprias.....	471
III. Validade e carácter jurídicos das operações a prémio .....	475
IV. <i>Stellage</i> ou contracto de dupla opção.....	482
V. Outras formas de operações a prémio.....	486
VI. Combinações de operações a prémio entre si e com operações firmes.....	489

N.B. Já depois de estar impressa uma grande parte da nossa dissertação foi feita a nova publicação do Código de Processo Comercial, aprovada por decreto de 14 de Dezembro de 1905. Deste modo as citações de artigos do Código de Falências e do Código de Processo Comercial deveriam ser alteradas e referidas ao novo Código. Como porém, é fácil estabelecer a correlação entre um e outro diploma, julgamos desnecessário fazer quaisquer indicações a tal respeito<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> *Nota dos Editores (N. E.): Na obra original esta chamada de atenção é antecedida por uma lista de erratas que agora não se inclui uma vez que todas elas foram já introduzidas no texto que agora se publica. Para distinguir as nossas notas das do autor original, adoptou-se nesta edição a convenção de aquelas serem editadas em itálico e as originais não. Também as notas originais iniciam-se por Nota do Autor (N. A.) O texto do autor foi reescrito de acordo com as regras anteriores ao Acordo Ortográfico actualmente em vigor.*

## PREFÁCIO

O direito económico constitui incontestavelmente, no seu conjunto, um dos ramos mais interessantes da vasta enciclopédia jurídica; porém, ainda entre as suas divisões, algumas sobrepõem notavelmente às restantes em importância e atractivos para o cultor de ciências jurídicas. Entre as primeiras deve ser certamente incluída a que regula a Bolsa e as negociações de valores mobiliários.

Ao contrário do que sucede com muitos institutos comerciais, que apenas solicitam a atenção dum restrito número de directos interessados, a Bolsa tem um interesse universal. É que, por um lado, afecta o próprio crédito dos Estados e, por outro, o de numerosos particulares, sendo raro hoje em dia o cidadão abastado que não possui, entre outros bens, alguns fundos públicos, algumas acções ou obrigações de sociedades anónimas.

Todavia no nosso país, em que tantos capítulos do direito comercial estão ainda por estudar, nenhum trabalho até hoje foi publicado sobre Bolsas, nunca estas fizeram objecto de decisões da nossa jurisprudência e raríssimos serão aqueles que conhecem devidamente as disposições que as regulam<sup>45</sup>. Recentemente, a publicação de diplomas orgânicos (“*Regulamento do serviço e operações das Bolsas de fundos públicos*”<sup>46</sup> e “*Regimento do ofício*

---

<sup>45</sup> N. E.: *Será de ponderar se este atraso que já então Ulrich detectava não estará na origem do actual subdesenvolvimento do nosso Mercado de Capitais doméstico, e no caso afirmativo, se não serão oportunas medidas particulares de variada natureza – promocionais, legislativas, fiscais, financeiras – destinadas a instalar entre nós um canal de financiamento, tão fundamental para entidades públicas e privadas (aqui incluindo os bancos), que nos coloque a par das demais economias desenvolvidas.*

<sup>46</sup> N. E.: *A designação completa deste regulamento é “Regulamento do serviço e operações das Bolsas de Fundos públicos e particulares e outros papéis de crédito”.*

*de Corretor*”, de 10 de Outubro de 1901), que em muitos pontos alteraram as normas em vigor do nosso Código Comercial, e a expansão crescente, nas nossas praças, dos negócios de Bolsa, ainda mais fizeram salientar a necessidade dum estudo sereno e reflectido da estrutura e funcionamento do nosso mercado financeiro, em que, a par do que existe, se fizesse conhecer o que deve ser criado, para elevar esse mercado à altura da sua capital função económica.

Reconhecendo a gravidade desta lacuna na bibliografia jurídica portuguesa, resolvemo-nos, ainda que na convicção sincera de a não preencheremos cabalmente, a escolher o estudo da Bolsa e das suas operações, para assunto da nossa dissertação inaugural<sup>47</sup>. Incitava-nos a esperança de contribuirmos para o esclarecimento de algumas dúvidas, que se podem suscitar na interpretação dos nossos textos legais, chamando para elas a atenção dos mais competentes.

No presente trabalho restringimo-nos, de resto, ao estudo da organização e funcionamento da Bolsa, na sua parte fundamental. Tencionamos elaborar, em breve, um novo trabalho sobre o Reporte, que em certo modo servirá de complemento ao actual, e mais tarde nos ocuparemos, em ocasião propícia, das questões acessórias que o estudo da Bolsa suscita, e designadamente dos princípios e dos processos de repressão do jogo de Bolsa ou agiotagem e da responsabilidade dos Corretores.

Na nossa dissertação, além da exposição e da interpretação da legislação em vigor, procurámos indicar a sua crítica e as reformas de que carece, pela discussão dos problemas doutrinários e pelo confronto com os mercados estrangeiros. Ainda mencionámos os usos e as práticas habitualmente seguidas na Bolsa de Lisboa, que pudemos coligir. Desta forma, nos esforçamos por tornar o nosso trabalho tão completo quanto possível, ainda que por esse facto fossemos frequentemente obrigados a fazer referência a matérias de secundária importância.

---

<sup>47</sup> N. E.: *Parte inicial das provas de doutoramento do autor na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra em Março de 1906. O texto sobre Reportes que o autor refere um pouco mais abaixo (e também datado de 1906) constituiu a dissertação posteriormente por ele usada para o concurso ao magistério na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.*



**PARTE I**

**NOÇÕES E PRINCÍPIOS GERAIS**

(Página deixada propositadamente em branco)

## **CAPÍTULO I**

### **NOÇÕES GERAIS**

#### **SUMÁRIO:**

- I. – Noção de Bolsa.
- II. – Suas características e divisões gerais.

#### **I. NOÇÃO DE BOLSA**

A diversidade de acepções, em que se toma a palavra Bolsa, torna especialmente difícil a sua definição. Com efeito, ora é usada para designar as reuniões de comerciantes e Corretores autorizadas pelo governo, ora serve para indicar o local das suas reuniões. Estas são as suas significações mais gerais; porém, ainda pode ser empregada noutros sentidos.

Pode representar a indicação do preço de um objecto de troca num lugar e numa ocasião determinados; assim se diz: *“que o trigo teve uma Bolsa incerta, uma Bolsa alta ou baixa”*.

De um modo geral, pode a palavra Bolsa exprimir o conjunto de operações realizadas numa certa ocasião, e assim se diz: *“a Bolsa hoje foi boa ou foi má”*. Enfim pode-se ainda aplicar esta designação à reunião momentânea dos frequentadores da Bolsa, ou ao complexo deles, considerados como constituindo uma classe ou uma corporação.

De um modo geral, podemos, porém, dizer com COLSON, que se chamam Bolsas: os locais em que os homens de negócio se reúnem todos os

dias a horas combinadas nos grandes centros comerciais<sup>48</sup>, para comprar ou vender os objectos negociáveis que aí dão lugar a transacções de suficiente importância. Esta aceção da palavra Bolsa é a mais usual e nesse sentido a empregaremos no decurso do nosso trabalho.

Dum modo mais preciso e em face da legislação portuguesa, podemos dizer que Bolsas são os estabelecimentos públicos legalmente autorizados, onde se reúnem os comerciantes e os agentes de comércio para concertarem ou cumprirem as operações comerciais chamadas operações de Bolsa, que se acham reguladas no Tit. 8º do Liv. 2º do Código Comercial<sup>49</sup> (Cod. Com., art. 82º).

A etimologia da palavra Bolsa não nos esclarece acerca da sua significação. Segundo a versão corrente é de origem flamenga. As reuniões dos comerciantes de Bruges no século XVI, cerca de 1580, costumavam ter lugar, segundo uns defronte da casa habitada por uma família VAN DEN BURSEN, ou, segundo outros, defronte duma casa que tinha três Bolsas esculpidas na fachada. Daí veio aplicar-se a palavra Bolsa para significar essa reunião de comerciantes e mais tarde a sua ampliação à designação de reuniões semelhantes, ainda que realizadas noutras cidades. A designação inglesa de *Stock-fundo*, *Exchange-troca*, troca de fundos, corresponde, sem dúvida, melhor do que a usada em todos os demais países, à verdadeira natureza deste instituto mercantil.

## II. SUAS CARACTERÍSTICAS E DIVISÕES GERAIS

Para bem caracterizar as Bolsas é preciso em primeiro lugar distingui-las dos mercados. As diferenças principais, que existem entre umas e outros, são as seguintes:

---

<sup>48</sup> N. E.: Entenda-se “centros comerciais” no sentido de praças financeiras e não de espaços edificados reunindo um grande número de lojas de variados ramos comerciais.

<sup>49</sup> N. E.: O autor refere-se aqui ao então ainda recente “Código Commercial Portuguez” que tinha sido aprovado por Carta de Lei de 28 de Junho de 1888 e publicado pelo Decreto de 23 de Agosto de 1888 para entrar em vigor no continente e ilhas adjacentes a partir de 1 de Janeiro de 1889. Ficou conhecido por “Código Veiga Beirão”, na sequência do nome do então Ministro da Justiça que também assinou o respectivo relatório justificativo apresentado às Cortes, para o distinguir do anterior Código Commercial, datado de 18 de Setembro de 1833, e conhecido por “Código Ferreira Borges”.

- a) Ao passo que nos mercados os negócios são feitos em presença do próprio produto que deles é objecto, nas Bolsas os contratos fazem-se mediante a simples exibição de amostras de produtos. Este facto basta para revelar que a existência duma Bolsa pressupõe um estado de progresso suficientemente adiantado da troca e do crédito. Por outro lado, pela enorme facilidade que traz esta forma de negociar, facilmente se compreende quanto as Bolsas excedem em actividade e rapidez de transacções os simples mercados.
- b) As cotações da Bolsa fixam como que o preço médio ou oficial das mercadorias e dos títulos, e influem na sua determinação nas negociações entre simples particulares. Pelo contrário, nos mercados, em virtude do carácter privado das transacções, os preços fixados nalgumas delas em nada influem para a sua aceitação nas restantes.

Estas são as verdadeiras características da Bolsa. Logo que elas faltem, não poderá um mercado ser considerado como Bolsa, ainda que na sua organização haja a intervenção do Estado, que tenha o nome oficial de Bolsa, que nele se sigam certos usos obrigatoriamente, e se efectuem negócios a prazo, que estejam ausentes as verdadeiras partes de cada contrato no momento da sua conclusão, etc. Pelo contrário, logo que um mercado preencha as duas condições ditas, será economicamente considerado como uma Bolsa, conquanto a legislação lhe recuse essa qualificação.

De resto, a análise atenta do funcionamento duma Bolsa e dum mercado mostram bem a profunda diferença que os separa. Não é fácil precisar em que consiste essa diferença manifesta, mas deve-se principalmente à influência da especulação predominante nas Bolsas e quase desconhecida nos mercados<sup>50</sup>. A especulação traz consigo modos especiais de negociar. O que se pode afirmar é que o mercado se aproxima, quanto ao modo de negociar, dos contratos meramente individuais e avulsos, que constantemente realiza o lojista ou pequeno comerciante. O nosso Código Comercial

---

<sup>50</sup> N. E.: *Saliente-se a importância já aqui atribuída pelo autor à especulação, atenta a conotação negativa que entre nós costuma ser atribuída a tal termo.*

claramente distingue, entre os lugares destinados ao comércio, as Bolsas dos mercados, feiras, armazéns e lojas, tratando das primeiras no Capítulo I e dos segundos no Capítulo II do Título VIII do Livro Primeiro.

As Bolsas dividem-se em duas grandes categorias: Bolsas de Mercadorias e Bolsas de Valores<sup>51</sup>. Nas primeiras as transacções versam sobre cereais, café, lã, petróleo, cobre, açúcar, etc; nas segundas sobre títulos de crédito, moedas e metais preciosos.

A Bolsa de Valores é a mais importante e essa designação pode-se quase ter como sinónima da expressão isolada “Bolsa”. As Bolsas de Mercadorias são de data mais recente e têm menos importância, porque não monopolizam tanto as transacções como as Bolsas de Valores. Sendo raríssima a venda de valores fora da Bolsa, é vulgaríssima a venda de mercadorias fora dela.

Nas Bolsas de Mercadorias só se fazem vendas em grosso. Também nas Bolsas de Valores é essa a forma mais vulgar de negociar, mas encontram-se muitos exemplos de venda de títulos isolados. Também nalgumas Bolsas se trata de fretes de navios e de seguros marítimos.

As operações que se realizam nas duas categorias de Bolsas são muito semelhantes, o que tem levado alguns economistas a pretenderem equiparar o seu regime. Não podemos concordar com tal exagero, dadas as diferenças radicais que existem entre as mercadorias e os valores. Além da enorme importância destes na actualidade (calcula-se a importância total dos valores mobiliários existentes só na Europa em 400.000.000.000 francos ou em moeda nacional 80.000.000 de contos!), possuem eles qualidades especiais, importantíssimas sob o ponto de vista da sua comercialidade, e que não têm correspondência alguma na simples mercadoria. Assim, temos a considerar, em primeiro lugar, a extrema fungibilidade dos valores; todos os títulos são iguais, ao passo que todas as mercadorias são diferentes, ainda mesmo quando agrupadas em certos tipos já escolhidos convencionalmente para facilitar o seu comércio. Destituídos quase de peso e de volume têm os

---

<sup>51</sup> N. E.: É curioso que hoje em dia, com a explosão dos mercados financeiros, a divisão se faça mais entre Bolsas a contado – tipicamente para negociação de acções e de obrigações – e Bolsas de Derivados – onde se negociam essencialmente Futuros e Opções – do que entre Bolsas de Valores e Bolsas de Mercadorias. Aliás, muitas Bolsas de Derivados transaccionam contratos a termo sobre mercadorias, embora o grosso do volume seja com contratos sobre instrumentos financeiros.

títulos mobiliários uma rara facilidade de deslocamento; por vezes nem têm existência material e as suas transferências fazem-se mediante uma simples inscrição no registo competente. A negociação dum título é muito mais fácil de efectuar; as mercadorias só servem para os profissionais e só estes negoceiam nelas, os títulos servem a todos – a qualquer pessoa pode convir contratar a sua compra ou a sua venda. De facto, nos grandes mercados basta uma simples ordem para vender ou comprar um título – quão grande não é pelo contrário muitas vezes o trabalho necessário para a compra ou para a venda duma mercadoria.

É tão geral o interesse que suscita a negociação dos valores mobiliários, que alguns economistas, como HAYAUX DU TILLY, consideram a respectiva Bolsa como um serviço público, do qual portanto o Estado se não pode desinteressar.

As Bolsas de Mercadorias e de Valores podem funcionar no mesmo local ou separadamente. Também as Bolsas de Valores se podem subdividir. Assim em Inglaterra, além do *Produce Exchange*, Bolsa de Mercadorias, existem o *Royal Exchange*, em que se negoceiam as letras estrangeiras, e o *Stock Exchange*, em que se negoceiam os demais títulos de crédito.

As Bolsas de Mercadorias designam-se geralmente entre nós pelo nome de Bolsas mercantis, entendendo-se por Bolsas financeiras as dos valores mobiliários. Como já dissemos só destas teremos que nos ocupar.

## BIBLIOGRAFIA

- BOZERIAN (Jeannotte) – *La bourse, ses opérateurs et ses opérations* – Vol. I – Paris, 1859. – E. Dentu e A. Marescq.
- COLSON (C.) – *Cours d'économie politique professé à l'école nationale des ponts et chaussées* – Vol. II – Paris, 1903. – Gauthier-Villars e Guillaumin.
- COSACK (C.) – *Traité de droit commercial* – Vol. II – Traduit de l'allemand par Léon Mis – Paris, 1905. – Giard et Brière.
- COURTOIS (Alph.) – *Traité des opérations de bourse et de change* – Paris, 1904. – Garnier frères.
- GRÜNHUT (Proff.) – *I contratti di borsa* apud *Manuale di diritto commerciale, marittimo, cambiario redatto del Dott. Guglielmo Endemann* – Vol. III, Parte I – Traduzione dell' Avv. Carlo Betocchi – Napoli, 1899. – Nicola Jovene e C.<sup>ia</sup>.
- HAYAUX DU TILLY (Jean) – *Du marché financier et de sa réglementation* – Paris, 1901. – L. Larose.

- MARNOCO E SOUSA (Dr.) – *A troca e o seu mecanismo* – Coimbra, 1904. – F. Amado.
- PICCINELLI (Dott. Ferdinando) – *Apprezzamento dei valori pubblici e delle operazioni di borsa* – Milano, 1897. – Ulrico Hoepli.
- RAMBAUD (Prosper.) – *Du placement des capitaux en valeurs de bourse* – Vol. I – Paris. – Ernest Thorin, 1884.
- SAYOUS (André L.) – *Les bourses allemandes de valeurs et de commerce et les lois impériales des 22 Juin et 5 Juillet 1896* – Paris, 1898. – Arthur Rousseau.
- SUPINO (David) – *Le operazioni di borsa seconda la pratica, la legge e l'economia politica* – Torino, 1875 – Fratelli Bocca.
- VIVANTE (Avv. Cesare) – *Trattato di diritto commerciale* – Vol. I – Torino, 1902. – Fratelli Bocca



## **CAPÍTULO II**

### **TEORIA ECONÓMICA DAS BOLSAS**

#### **SUMÁRIO:**

- I. – Noções gerais. Utilidade das Bolsas.
- II. – As Bolsas e a lei da oferta e da procura.
- III. – As Bolsas e a lei da divisão do trabalho.
- IV. – As Bolsas como órgãos de informação.
- V. – As Bolsas nas suas relações com o crédito público e com a riqueza nacional.
- VI. – As Bolsas e a solidariedade económica.
- VII. – As Bolsas e os conceitos do valor e do lucro; teoria de LAFARGUE.
- VIII. – As Bolsas e a crescente mobilização da riqueza.
- IX. – As Bolsas e o crédito.
- X. – As Bolsas e o capital improdutivo; teoria de SUPINO.

#### **I. NOÇÕES GERAIS. UTILIDADE DAS BOLSAS**

A importância da troca nas sociedades modernas é tal, que não duvidaram alguns economistas em ver nela o instituto fundamental de todo o organismo económico. Para eles, a troca constitui o fulcro em torno do qual se agita toda a ciência económica.

Não carecemos de entrar na discussão desse princípio. Se há nele algum exagero ninguém lhe contesta todavia um grande fundo de verdade. Como

diz COURTOIS: “*Não basta produzir. É preciso vender; vender para poder comprar, consumir e produzir de novo. Vender é trocar*”.

Ora, sendo assim, parece que se deveria ter como demonstrada *a priori* a utilidade de todos os estabelecimentos tendentes a favorecer a troca, e, portanto, a das Bolsas, que entre eles ocupam um lugar de relevante importância. No entanto, tem-se patenteado a tal respeito divergência manifesta de autorizadas opiniões.

Ao passo que alguns consideram a Bolsa ótima e isenta de defeitos, outros criticam-na com apaixonada severidade. Para eles a Bolsa é um meio corrompido e corruptor pela larga influência que exerce, e os seus frequentadores não passam de jogadores vulgares, desmoralizados e viciosos; enfim, dizem, é completa a analogia entre a Bolsa e o proverbial tapete verde.

Mais uma vez, porém, se aplica aqui em toda a sua exactidão o velho aforismo latino e na opinião intermédia é que se encontra a verdade. Em qualquer das duas opiniões extremas se incorre no erro vulgar de tomar a parte pelo todo. De facto, nas Bolsas ao lado duma parte boa e indispensável encontra-se uma outra má e que dá lugar a deploráveis abusos. A conclusão intermédia não pode deixar de reconhecer a utilidade das Bolsas, pois nunca uma instituição será justamente condenada unicamente pelos abusos que possa originar.

*“Sem dúvida, diz SUPINO, a Bolsa moderna, com o seu tráfico especulativo e capitalístico, é um produto necessário à divisão do trabalho; é o mercado indispensável para os valores públicos de toda a espécie, que o progresso económico tende a multiplicar, e como tal é utilíssima aos capitalistas, ao Estado e a toda a economia social; é uma parte necessária da nossa economia creditícia, porquanto facilita a circulação dos capitais entre vários indivíduos e entre vários países; é um órgão útil para o nivelamento do juro e dos lucros e para a formação dos preços. Pode-se lamentar que a Bolsa tenha nos nossos dias tanta importância, podem-se mover-lhe ainda aquelas censuras que se dirigem ao dinheiro e ao crédito em geral, às máquinas e às grandes cidades, à divisão do trabalho e às grandes empresas industriais; mas seria impossível tirar do mundo esta instituição, porque isso representaria o*

*aniquilamento do bodierno sistema económico. É certo porém que as mesmas condições em que a Bolsa encontra a sua razão de ser, determinaram nesta uma super-estrutura patológica, que se estende sobre todo o organismo e se confunde com a sua parte sã”.*

Mas de resto a importância e a utilidade do funcionamento normal da Bolsa sobrelevam incontestavelmente a todos os seus defeitos.

*“A única questão, dizia já THIERS em 1848, consiste em saber se nesse lugar de má fama pode existir um comércio legítimo ao qual a sociedade nos permite aplicar o nosso trabalho e o nosso tempo. Mas poder-se-á porventura conceber a tal respeito alguma dúvida séria? Não é necessário que o Governo contraia um empréstimo, quando foi atingido o limite do imposto? Não é necessário que pelo empréstimo ele faça recair sobre o futuro encargos, que aproveitarão de futuro e que o presente já não pode suportar? Não é necessário que as vastas empresas destinadas a mudar a face da terra e que exigem capitais imensos, se dividam em pequenas partes que se chamam acções e que serão postas ao alcance de todos os capitalistas? Não é necessário que essas partes divididas dos empréstimos ou das grandes empresas se vendam e se comprem num mercado público, como qualquer outra mercadoria? E não é indispensável que especuladores, observando as variações infinitas desses valores, acudam para os comprar quando baixam e levantá-los assim do seu descrédito? Essas variações aumentam nos tempos difíceis e provocam jogos, do mesmo modo que o trigo, objecto tão respeitável, dá lugar nos tempos de carência a loucas especulações. Ireis vós por esse motivo proibir o comércio dos grãos?”<sup>52</sup>.*

De resto, as opiniões tão brilhantemente expostas pelos mencionados escritores são hoje seguidas em princípio por todos os economistas. A utilidade das Bolsas pode-se ter quase como incontroverso axioma, pois apenas contra o seu funcionamento patológico é que se levantam queixas

---

<sup>52</sup> N. E.: É curioso notar que este argumentário de 1848 se aplicaria nos dias de hoje por inteiro ao nosso país, o que vem na linha dos que detectam algum atraso nacional na criação duma tão propalada cultura financeira.

e reclamações. Trata-se apenas de coibir os seus abusos como detidamente veremos mais adiante.

Por agora podemos concluir do mesmo modo que uma comissão alemã encarregada há poucos anos dum inquérito sobre Bolsas, dizendo: “*que elas são factores indispensáveis na nossa sociedade*”. E, estudando seguidamente a Bolsa nos seus vários aspectos económicos, claramente ficará demonstrada a verdade da nossa asserção.

## II. AS BOLSAS E A LEI DA OFERTA E DA PROCURA

Sabida é a importância que tem a lei da oferta e da procura no bom funcionamento do organismo económico. A acção desta lei determina o que em mecânica se chama um equilíbrio estável entre a produção e o consumo, isto é, não só fixa esse equilíbrio num dado momento mas tende sempre a conservá-lo reagindo contra quaisquer elementos estranhos de perturbação. Ora, é incontestável a vantagem que deriva da conservação do equilíbrio económico e, portanto, a grande utilidade que reveste a normal execução da lei da oferta e da procura.

Na vida económica, porém, torna-se muitas vezes difícil a completa actuação da lei citada. Numerosas causas perturbadoras vêm modificar prejudicialmente a sua livre expansão. Consequentemente, nada seria mais invejável do que obter o afastamento dessas causas conseguindo garantir o pleno domínio da lei da oferta e da procura.

Às Bolsas pertence justamente o desempenho desta benéfica função, pois nelas se dão todas as condições de que depende a perfeita aplicação dessa lei. Com efeito, segundo COLSON, para a justa aplicação da mencionada lei é preciso que o mercado reúna as seguintes condições: a) Que as transacções se efectuem simultaneamente sobre um grande número de objectos semelhantes; b) Que se estabeleça um contacto geral entre compradores e vendedores; c) Que as condições de todas as transacções tenham uma grande publicidade.

Cumpre-nos pois demonstrar que nas Bolsas se acham reunidas estas três condições:

### **a) Identidade dos objectos das transacções.**

Já dissemos como a identidade dos valores negociáveis excedia a das mercadorias. Todos sabem que dois títulos mobiliários designados com o mesmo nome são necessariamente iguais. Quando, portanto, se compra numa Bolsa um lote de valores, não é necessário verificar a qualidade do que compramos; a simples enunciação do seu nome esclarece-nos completamente a tal respeito.

Com as mercadorias também as Bolsas realizam esta vantajosa função. No boletim das cotações figura uma lista dos tipos escolhidos para cada mercadoria e que constituem as suas espécies mais vulgares; com referência a esses tipos oficialmente indicados e também sem recorrer à inspecção directa é que se efectuam as transacções nas Bolsas mercantis.

### **b) Contacto geral entre compradores e vendedores.**

A Bolsa reúne todos os dias à mesma hora uma série de indivíduos, todos dispostos a comerciar, e entre os quais portanto natural é que se estabeleçam relações comerciais espontaneamente. Além disso, circulam entre eles intermediários, em regra mais ou menos ao facto dos desejos e intenções uns e doutros e que, sendo interessados na realização dos negócios, com a qual lucram, naturalmente procuram aproximar uns dos outros.

Geralmente, são só profissionais que se reúnem nas Bolsas, o que, pela comunidade de vida e de interesses que entre eles existe, contribui para tornar mais íntima a união entre eles. Reunidos num local, onde demais a mais afluem as novidades de todo o mundo e de toda a espécie, facilmente se podem lembrar de novas operações a efectuar, de que por certo se não acordariam quando se mantivessem sempre isolados.

É sabido também que para um comerciante é geralmente desvantajosa a iniciativa de se dirigir ele em primeiro lugar a um outro para lhe propor uma transacção. Da parte do proponente parece revelar-se um maior interesse no negócio, de que o outro se pode aproveitar. Na Bolsa evita-se por completo esta desvantagem.

Todos estes factores e ainda o carácter rápido e simples, pois são verbais, dos contractos de Bolsa, fazem aumentar muito o número das operações comerciais realizadas. Como é por esse número que se mede o progresso

do comércio em cada país, fácil é de ver como a Bolsa estimula e promove eficazmente esse progresso.

### c) Publicidade das transacções.

Como veremos, as negociações na Bolsa são feitas em voz alta<sup>53</sup> e o preço por que se efectuam é inscrito num registo publicamente afixado. Não pode haver, pois, maior publicidade.

Visto que a lei da oferta e da procura dá em resultado o equilíbrio dos preços dos produtos, claro é que na Bolsa onde ela actua sem influências perturbadoras, em toda a sua força, mais perfeito deve ser esse resultado. E, com efeito, as Bolsas desempenham uma importante função como reguladoras do preço dos produtos. Já anteriormente fizemos notar a influência das cotações da Bolsa sobre os preços estipulados em transacções individuais. Mas a regularização dos preços é feita pela Bolsa não só com relação ao presente, como ainda com referência ao futuro.

As Operações a Contado determinam quanto vale hoje um título mobiliário. Mas mais interessante é a acção das Operações a Prazo, que fixam o valor do título no futuro. E assim o nivelamento dos preços faz-se na Bolsa não só com respeito a um momento dado, mas ainda através dos tempos que hão-de vir!

## III. AS BOLSAS E A LEI DA DIVISÃO DO TRABALHO

A lei da divisão do trabalho com todas as suas vantagens técnicas, económicas e sociais impõe-se com força irresistível na organização económica contemporânea. Nem se restringe somente ao campo da economia, impera em todas as ciências sociais, chegando autores, como DURKHEIM, a encontrar na divisão do trabalho a característica dos fenómenos sociais.

---

<sup>53</sup> N. E.: Com o advento dos sistemas informáticos a partir da década de 1980, o sistema de negociação presencial ou em viva voz tem vindo a ser substituído por sistemas automáticos em que os corretores interagem uns com os outros através dos seus terminais ligados ao computador central da Bolsa. Mas isso não altera, antes reforça, a ideia de publicidade aqui referida. A difusão das ofertas e dos negócios passou a ser muito maior.

Aplicado à biologia este conceito sociológico iluminou-se duma mais preciosa clareza e adquiriu ainda um maior poder.

Precisamente as Bolsas revelam as principais vantagens que derivam da divisão do trabalho. É o que nos mostra a simples observação. Se virmos dois contratantes isolados que pretendem efectuar um negócio, notaremos que na maioria dos casos se trava entre eles um fastidioso e prolongado debate antes que consigam harmonizar-se acerca do preço. Nada disso sucede na Bolsa, em que basta consultar a cotação do dia para fixar o preço e onde veremos realizarem-se num momento sem a menor dificuldade numerosas e importantes transacções.

A Bolsa representa para os compradores e vendedores uma considerável economia de tempo<sup>54</sup>. Mas constitui ainda uma economia de dinheiro, não só pelo princípio de que *time is money*, mas ainda porque faculta àquele que quer colocar os seus produtos ou valores um meio onde certamente o conseguirá, sem ter de recorrer a intermediários exploradores, nem tão pouco de entrar em despesas de reclame para atrair a clientela.

Sob este ponto de vista pode-se até afirmar que as Bolsas mercantis têm o benéfico efeito de diminuir o custo da produção de todas as mercadorias.

#### IV. AS BOLSAS COMO ÓRGÃOS DE INFORMAÇÃO

A Bolsa exerce um papel preponderante na formação do que poderemos chamar a opinião comercial<sup>55</sup>. Esta vantagem, de aparência insignificante, é da maior importância para o bom funcionamento da vida comercial. Basta uma simples dedução para claramente o demonstrar.

---

<sup>54</sup> N. E.: *Embora tecnicamente não totalmente correcto, hoje chamaríamos liquidez a esta rapidez de transacção que uma Bolsa proporciona ao instrumento objecto de negociação. Mas, de facto, uma Bolsa também reduz o montante da cedência no preço que o comprador ou o vendedor têm de fazer para conseguirem executar rapidamente o negócio pretendido. É esta menor sensibilidade do preço acordado face à pressão da oferta ou da procura que hoje chamamos liquidez.*

<sup>55</sup> N. E.: *É curioso concluir que já no início do século xx se tornava necessário alertar os leitores para as enormes vantagens que decorrem para as empresas emitentes de títulos de os admitirem e verem negociados numa Bolsa de Valores. Já na altura se observavam algumas registências à admissão à Bolsa!*

Ninguém pode contestar que o progresso do comércio é da maior importância para a prosperidade económica dum país; constitui mesmo um dos elementos fundamentais dessa prosperidade. Ora o comércio tem como base das suas transacções a boa-fé e a confiança mútuas, pois são estas que fundamentam o crédito, factor imprescindível e de primacial importância em toda a vida comercial.

Claro é, porém, que o crédito não se concede a ninguém, sem se conhecer a sua situação com aproximado rigor. Nenhum comerciante faria com outro uma operação valiosa fundada no crédito, sem primeiro averiguar se ele merecia ou não essa prova de confiança e se a sua situação na praça oferecia garantias cabais do cumprimento das obrigações contraídas.

Estas necessárias investigações, extremamente delicadas e difíceis, são poderosamente facilitadas pelas relações frequentes que a Bolsa estabelece entre todos os comerciantes duma localidade. As transacções de um comerciante são públicas, e portanto todos os mais podem apreciar o seu resultado e saberem desse modo com muito aproximada certeza qual a sua verdadeira situação.

À Bolsa afluem todas as notícias que podem interessar o mundo comercial e nela prontamente se difundem. De facto, vemos que acerca de cada comerciante se forma um juízo colectivo de todos os seus colegas, a que justamente poderemos chamar a opinião comercial, que indica aos interessados o grau de crédito que ele merece.

Deste modo, todos os que têm de contratar com ele se acautelam devidamente, evitando-se por este processo natural e espontâneo muitas falências e a ruína de muitas casas comerciais. A extrema publicidade a que a Bolsa obriga as gerências das sociedades anónimas e outros organismos colectivos<sup>56</sup>, bem como a segura indicação, que acerca da situação real dessas sociedades fornece em regra a cotação dos seus títulos, facilitam aos particulares, que desejem colocar os seus capitais, a escolha da empresa para tal fim. Com a Bolsa, basta conhecer a cotação dum título para avaliar o grau de confiança que merece a respectiva empresa. Doutro modo,

---

<sup>56</sup> N. E.: Também é interessante notar que já na época em que o autor escreve, a transparência empresarial deveria ser vista como uma vantagem e não como um custo, ainda que haja, de facto, despesas e exigências associadas a essa transparência.



tornar-se-iam necessárias investigações próprias de extrema dificuldade e em que os erros se haviam de acumular, pois poucos são os que se acham habilitados a empreendê-las com proveito. Deste modo, vemos que, não só para os comerciantes, como para todo o público, constitui a Bolsa um órgão precioso de informação.

A Bolsa contribui também para estabelecer certos usos comerciais, de incontestável utilidade prática. Pela frequência de negócios e pela troca de influências recíprocas, facilmente se origina um novo uso e se consagra a sua adopção.

#### **V. AS BOLSAS NAS SUAS RELAÇÕES COM O CRÉDITO PÚBLICO E COM A RIQUEZA NACIONAL**

A Bolsa mantém a mais íntima união com o crédito público e nisso reside uma das principais razões do seu poder. O exame das cotações da Bolsa fornece-nos a indicação segura do crédito dum Estado e da situação económica do seu comércio. As oscilações no sentido da alta ou da baixa, que sofrem na Bolsa as cotações dos fundos de um Estado, são paralelas às alterações no caminho do progresso ou da decadência por que passa o crédito público desse Estado.

Assim, pôde justamente PICCINELLI formular as seguintes leis: “*quanto maior é o crédito público, tanto mais aumenta o preço dos valores públicos*”; e: “*quanto menor é o crédito público, tanto mais desce o seu preço*”. Mais sinteticamente, pode-se dizer, que o preço dos valores públicos está sempre na razão directa do aumento ou da baixa do crédito público<sup>57</sup>.

Por isso se costuma afirmar que a Bolsa é o pulso das nações. É certo que a agiotagem pode falsear por vezes o exercício normal desta lei, mas nem por isso ela perde o seu carácter de lei universal e suprema. Qualquer

---

<sup>57</sup> N. E.: *A crise financeira iniciada no verão de 2007 – e que rapidamente se transformou numa crise do risco soberano para vários países europeus – atesta a veracidade desta já muito antiga verdade económica, ainda que aparentemente esquecida com demasiada facilidade. O preço das Obrigações do Tesouro português tem vindo a cair, arrastado pela diminuição progressiva da credibilidade do Tesouro nacional – rating da República.*

facto que influa no crédito público determina logo uma alteração nas cotações dos respectivos títulos.

E assim a Bolsa mostra-nos dum modo interessante quantos e quão variados elementos actuam na vida económica, confirmando brilhantemente o clássico princípio da interdependência dos fenómenos sociais. À própria Bolsa se deve em grande parte não só o reconhecimento como a mesma realização dessas múltiplas influências. Antigamente a menor mobilização da riqueza e o maior isolamento dos seus proprietários tornavam muito lentas e incertas as oscilações do seu valor. Hoje tudo mudou.

*“As causas infinitas, escreve SUPINO, que fazem mudar continuamente a riqueza dum país, ao passo que actuavam lentamente e dum modo quase imperceptível, quando faziam sentir a sua influência directamente sobre a própria riqueza, actuam agora dum modo poderoso e claramente visível através do intermediário da Bolsa. Esta, de facto, reflecte subitamente no seu seio, por meio de variações na cotação dos títulos públicos, os efeitos mais ou menos próximos que acontecimentos de carácter económico ou político podem produzir no mundo dos negócios; deste modo a Bolsa torna-se o termómetro da situação económica dos diferentes países, torna-se o juiz severo e imparcial da conduta dos homens de estado, de qualquer medida legislativa ou administrativa, da política interna e internacional”.*

Simplesmente todos os factos ocorrentes são apreciados na Bolsa à luz exclusiva do critério do interesse material. A glória, a honra, o patriotismo são postos de parte e só se atende ao lucro ou ao prejuízo financeiro. Nem por isso todavia a Bolsa se desinteressa da vida política, antes intervém nela com frequência e impondo os seus ditames com irresistível poderio.

O poder da Bolsa é assombroso. Já dizia PROUDHON:

*“Não só a fábrica, a loja, o armazém, o porto, o comércio, a terra, o oceano lhe estão submetidos e lhe pagam tributos; mas ela passa à frente da escola, da academia, do teatro, das assembleias políticas, dos congressos;*

*vem primeiro que o exército, que a justiça, que a própria igreja. Nenhum poder na antiguidade ou nos tempos modernos pode ser comparado ao seu. Nunca os Templários, as ordens de Jerusalém e de Malta, essa milícia dos papas que dominava os imperadores e os reis; nunca os Franciscanos, os Dominicanos ou os Jesuítas; nunca os tribunais vehmicos e a maçonaria produziram efeitos mais rápidos, mais universais, mais poderosos... É na Bolsa que o economista, o filósofo, o estadista devem estudar os motores ocultos da civilização, preparar-se para resolver os problemas da história, para prever de longe as revoluções e os cataclismos; é aí que os reformadores modernos deveriam ir instruir-se e aprender o seu ofício de revolucionários”.*

Porventura exagerada na enfática declamação de PROUDHON, é todavia incontestável a poderosíssima influência que a Bolsa exerce em todos os Estados. Cada dia, novos factos vêm revelar o seu poder e a sua força; dia a dia, eles se afirmam com mais energia e em novos e mais vastos campos.

Mas as oscilações dos títulos na Bolsa não revelam apenas a sua ligação com o crédito público. Bem mais profunda é a sua acção indo influenciar e até por vezes revolucionar por completo a riqueza nacional. Fácil é de explicar este curioso facto.

Se nas cotações da Bolsa se produz uma alta geral não só lucram com isso os especuladores, que porventura a tenham promovido, como ainda todos os detentores de valores mobiliários, que em nada contribuíram para esta inesperada felicidade. De um dia para o outro enriquecem sem o menor esforço, como se tivessem recebido uma herança inesperada ou jogado com êxito na lotaria. Como é natural, todos melhoram o seu modo de vida e aumentam consideravelmente as despesas supérfluas de mero luxo.

Deste modo, não só se consomem improdutivamente grandes riquezas como se perturba profundamente toda a produção nacional. À maior procura dos objectos de luxo corresponde o florescimento das respectivas indústrias e paralelamente o abandono e o sacrifício das empresas de produção, verdadeiramente úteis.

Subitamente, dá-se uma baixa geral dos valores, como é tão frequente na Bolsa<sup>58</sup>, e nova e mais grave revolução económica se produz. A baixa obriga ao novo deslocamento dos capitais; à oferta constante de objectos de luxo corresponde uma procura muito menor e as indústrias verdadeiramente úteis reassumem a sua normal prevalência. Segue-se pois uma nova revolução no organismo da produção, com as conseqüentes greves, falências, etc. Uma parte do capital improdutivo foi aniquilada pela baixa inesperada, o restante retrai-se apavorado.

Mas, não circulando, esse capital improdutivo fica privado de rendimento, o que não só prejudica os seus proprietários, como ainda influi desfavoravelmente na situação do grande número de interessados que vivem à custa da Bolsa. Os proprietários tratam pois de levar os seus capitais novamente para a Bolsa, e por seu lado os interessados, a fim de evitarem a estagnação que os arruína, empregam todos os meios, inventam mesmo novas combinações, para o reter na Bolsa. Deste modo se restabelece o período de prosperidade caracterizado pela alta dos títulos, até sobrevir uma baixa, e assim sucessivamente se repetem alternadas as duas fases.

Como se vê, a Bolsa, com as suas oscilações, influi decisivamente na riqueza nacional.

Notaremos ainda que, nos períodos de grande especulação, uma enorme soma de capitais é retirada da indústria e do comércio para ser empregada em operações de Bolsa, na expectativa de maiores e mais fáceis lucros. As estatísticas mostram que ao desenvolvimento maior das operações de Bolsa não corresponde um aumento dos negócios reais. Escusado é encarar os prejuízos que resultam dessa estagnação forçada para a indústria e para o comércio.

Do estudo da influência que as operações de Bolsa exercem na riqueza nacional, pode-se concluir que ela é em regra desfavorável. Mas este juízo por demasiado absoluto carece de ser rectificado. Os malefícios, que atribuímos à Bolsa, são devidos à especulação e não ao jogo normal das operações de Bolsa. Se quebrámos o nosso plano, referindo-nos desde já a

---

<sup>58</sup> N. E.: *Portanto, há já muito tempo que se sabe que os preços nas Bolsa são instáveis pelo que há sempre um risco associado aos investimentos em quaisquer títulos. No entanto, frequentemente os investidores esquecem esta verdade histórica.*

um dos aspectos da especulação, foi porque a íntima conexão que existe entre ele e as alterações da riqueza nacional nos levaram forçadamente a incluir o seu estudo na teoria económica da Bolsa.

## VI. AS BOLSAS E A SOLIDARIEDADE ECONÓMICA

Os grandes movimentos de Bolsa afectam dum modo geral todos os títulos mobiliários. A grande alta ou a grande baixa de um deles repercute-se mais ou menos nos demais, e muitas causas determinam uma alta geral ou uma baixa geral em todos os valores. Geralmente, em cada Bolsa há um determinado título mobiliário de predominante importância, verdadeiro barómetro dessa Bolsa, cuja cotação indica o estado geral dela e actua na de todos os demais valores<sup>59</sup>.

Mas não é só neste campo relativamente restrito que a Bolsa nos dá um exemplo curioso de solidariedade económica. Bem mais importante é a solidariedade económica internacional, que, graças à Bolsa, se pode estabelecer. Por vários modos se manifesta essa solidariedade. Em primeiro lugar, notaremos a existência de valores mobiliários internacionais, isto é, de valores que são cotados em várias Bolsas. Estão neste caso, entre outros títulos, os fundos públicos da maioria dos Estados.

Além disso, a íntima comunidade que existe hoje entre todas as nações, estabelece entre elas uma tal ligação de interesses, que a menor alteração ou receio de alteração das relações internacionais influi em todas as Bolsas. Estas por sua vez transmitem essa influência recebida em toda a zona, em que fazem sentir a sua acção. Deste modo, como diz SAYOUS, observa-se nas Bolsas uma dupla acção: centrípeta e centrífuga.

Mas é sobretudo por meio da arbitragem que a Bolsa actua nas relações internacionais. Em tempo oportuno nos ocuparemos devidamente dessa operação. Por ora, limitar-nos-emos a observar que, por meio dela, os fundos

---

<sup>59</sup> **N. A.:** Segundo RAFFALOVICH os títulos nestas condições são: para a Bolsa de Paris – os fundos da dívida pública de 8 %; para a de Londres – os consolidados ingleses; para a de Berlim – as acções da Sociedade de Desconto de Berlim e os fundos russos; para a de Viena – as acções do Credito mobiliário austríaco. Entre nós a nenhum título se pode atribuir a rigor tal função.

dos diversos Estados reagem uns sobre os outros e que assim se estabelece nitidamente a solidariedade económica universal<sup>60</sup>.

É também conhecida a importância, que pode ter na balança de comércio de um país, a compra pelos seus cidadãos de títulos estrangeiros ou inversamente a emissão de títulos nacionais no estrangeiro. Por meio desta compra e venda de títulos estrangeiros, a acção da Bolsa liga-se com a do câmbio e pode até influir nele, desempenhando uma função importante na liquidação dos créditos internacionais.

## **VII. AS BOLSAS E OS CONCEITOS DO VALOR E DO LUCRO: TEORIA DE LAFARGUE**

Os títulos de crédito mobiliários têm, como todas as riquezas económicas, um duplo valor de troca: o valor normal e o valor corrente<sup>61</sup>. Valor corrente é a capacidade de troca dum produto num dado momento. Referido sempre a um momento determinado é pois variável esse valor. Porém, como nota o Sr. Dr. MARNOCO E SOUSA, os seus movimentos não são desordenados, mas tendem, como as oscilações de um pêndulo, a aproximar-se de um ponto de equilíbrio ou de repouso, que é o valor normal<sup>62</sup>.

Aplicando este conceito aos títulos mobiliários, podemos dizer, com SUPINO, que o seu valor de troca normal é dado capitalizando o rendimento com referência à taxa do juro predominante num dado tempo e num dado lugar. Assim, se um título der um rendimento constante de 5\$000 reis, o

---

<sup>60</sup> N. E.: *A arbitragem conduz a que um mesmo título tenderá sempre a apresentar preços muito próximos em diferentes Bolsas, sob pena de os investidores começarem a comprar no mercado onde ele for mais barato para de imediato o venderem onde estiver mais caro, e com isso fazerem subir as primeiras cotações e descerem as segundas, aproximando-as entre si. Mesmo para títulos apenas similares existem estas comparações entre os preços observados em diferentes praças internacionais e a arbitragem também actua.*

<sup>61</sup> N. E.: *Hoje chamaríamos valor de mercado em vez de valor corrente. Já o conceito de valor normal não se deve confundir com valor nominal mas sim com algo do tipo de valor teórico de mercado.*

<sup>62</sup> N. E.: *Note-se que nos dias de hoje e para o caso das acções a ideia que prevalece não é de um valor médio estável a longo prazo mas sim de um crescimento tendencial de valor, ainda que constantemente afectado por um "ruído" perturbador. De facto, naquela época a remuneração do investidor em acções resultava basicamente dos dividendos pagos pela emitente e muito menos das mais-valias acumuladas ao longo do tempo.*

seu valor normal será de 100\$000 reis, se a taxa do juro for de 5 %; logo que esta seja de 6%, o valor normal será de 83\$330 reis.

Se de facto analisarmos o que se passa na Bolsa, notaremos a incessante oscilação de todas as cotações. Mesmo os títulos considerados como merecendo maior confiança e menos expostos a perturbações estranhas não escapam a esse carácter de extrema e constante variabilidade.

As oscilações tendem sempre a fazer com que o preço dos títulos represente o capital, que corresponde, segundo a taxa média do juro, ao seu rendimento real. Esta operação, consistindo em fazer subir ou descer o preço dos títulos de modo a subordiná-los à taxa do juro predominante chama-se *a capitalização* em linguagem financeira.

De passagem notaremos, que a extrema publicidade que caracteriza a gerência das grandes empresas modernas, fazendo com que todos se possam inteirar dos seus resultados definitivamente apurados ou mesmo dos que são ainda meramente hipotéticos mas prováveis, facilita extremamente a capitalização. Conhecido o dividendo dos títulos duma dada sociedade, fácil é alterar o seu preço de modo que ele corresponda a esse dividendo multiplicado<sup>63</sup> pela taxa do juro corrente. Assim o valor corrente de todos os títulos tende a nivelar-se com o seu valor normal por meio da Bolsa.

Será porém atingido o nível absoluto? Na opinião da maioria dos economistas não só esse nível nunca é atingido, como nem mesmo se consegue senão uma aproximação muito relativa com ele. LAFARGUE, porém, pretende demonstrar que esta aproximação quase se confunde com a absoluta identidade. Examinemos pois a sua demonstração.

Os títulos de Bolsa, segundo LAFARGUE, podem se classificar em dois grupos: 1.º) Títulos absolutamente seguros constituindo emprego de capital de toda a confiança, as chamadas *colocações de pai de família*, cujo juro é habitualmente de 3% ou ainda inferior; 2.º) Títulos de segurança incerta, constituindo uma colocação perigosa, cujo juro é sempre superior a 3 %.

---

<sup>63</sup> N. E.: Deve haver aqui um erro do autor visto que o valor teórico de um título é igual ao *COCIENTE* da remuneração absoluta que ele proporciona num dado período – por exemplo, os dividendos pagos se não houver mais-valias – pela taxa de juro exigida pelo mercado para o risco desse investimento. Na redacção deve ter sido efectuada uma alteração da ordem das variáveis financeiras referidas, esquecendo-se o autor de substituir o nome da operação aritmética.

Entre estes dois grupos de valores existe uma verdadeira interdependência, podendo-se dizer que a cotação dos títulos do primeiro grupo como que regula a dos títulos do segundo. Com efeito, nas épocas de prosperidade os capitais abundam, daí deriva a baixa da taxa do juro. Mas muitos pequenos capitalistas não se podem contentar com essa taxa reduzida e procuram de preferência os títulos menos seguros mas de maior rendimento, e igualmente os grandes capitalistas, colocando parte dos seus capitais nos títulos seguros, não hesitam em confiar a outra parte aos títulos duvidosos.

Deste modo, aumenta a procura dos títulos do segundo grupo, o que, fazendo subir o seu valor, os vem subordinar à taxa média do juro. Pelo contrário, nas épocas de crise eleva-se a taxa do juro pelo retraimento dos capitais; neste caso os capitais procuram apenas os títulos do primeiro grupo em que, à solidez, se junta uma remuneração suficiente. O abandono dos títulos do segundo grupo pelos capitalistas, faz descer as suas cotações, o que, visto o rendimento não ter variado, equivale a aumentar a taxa do seu juro. Restabelece-se também assim a harmonia entre o rendimento destes títulos e a taxa média do juro.

Portanto, todos os valores de Bolsa reagem uns sobre os outros. Na frase elegante de LAFARGUE, são como que vasos comunicantes, nos quais circula uma massa enorme de capitais, procurando equilibrar-se à taxa média do juro. LAFARGUE reconhece que este nível não pode ser absoluto, porquanto é preciso ter em conta a diversidade de riscos e de garantias que os diferentes títulos oferecem aos capitais. Contudo, alcança-se uma grande aproximação deste nível.

Conquanto interessante e em parte verdadeira, parece-nos exagerada na sua conclusão a teoria de LAFARGUE. O risco não se limita a atenuar a tendência para o nivelamento do juro, actua nela profundamente e pode até chegar a dominá-la por completo. Se dois títulos de igual rendimento não tiverem o mesmo valor, é porque os seus emissores não oferecem iguais garantias de crédito. Assim, nós vemos que existe sempre uma diferença nas cotações de acções e de obrigações de igual rendimento; é porque, no primeiro caso, o dividendo é falível e variável com as vicissitudes por que passe a respectiva sociedade emissora, ao passo que, no segundo caso, o rendimento é certo e não se restringe, ainda que a sociedade tenha sofrido um grande prejuízo.



Dentro de um mesmo grupo, ainda entre acções de igual rendimento, há sempre divergências de cotação, que são determinadas pelo maior ou menor número de garantias, pelo género de indústria que a sociedade explora, pelo grau de negociabilidade das acções<sup>64</sup>, etc.

Por isso, podemos afirmar que, na prática, o valor normal dos títulos não está sempre em relação igual com o seu juro e simplesmente nos limitaremos a dizer que, em identidade de circunstâncias, o valor normal é determinado pelo rendimento.

O valor normal dos títulos de crédito, tal como o enunciamos e tal como resulta das noções gerais de valor, é pois um ponto ideal que nunca se atinge na prática. Nem mesmo é possível fixá-lo com referência a um dado título. Na realidade, o que encontramos é simplesmente o valor corrente, e esse é determinado pela oferta e procura, que não se orientam somente pelo critério do juro ou do risco, mas por mil e variadas circunstâncias.

Inúmeros factos económicos, financeiros ou políticos podem influir na oferta e na procura e alterar portanto a cotação dos títulos. A um aumento do rendimento nacional, ao melhoramento das receitas públicas, ao restabelecimento da paz com o estrangeiro, etc., corresponde sempre uma alta na Bolsa. À diminuição do rendimento nacional, ao agravamento de dificuldades financeiras, a uma declaração de guerra, etc., corresponde uma baixa na Bolsa.

A Bolsa destaca-se em todo o organismo económico pela sua excessiva sensibilidade<sup>65</sup>. Factos que em nada influem nas restantes esferas desse organismo, podem produzir nela temerosos desequilíbrios. Vários elementos concorrem para esse efeito. A Bolsa pretende prever o futuro<sup>66</sup>; o anúncio do dividendo anual de um título determina a sua cotação permanente, como se a percentagem do dividendo fosse eterna e imutável. A facilidade de transmissão telefónica, telegráfica, etc., faz com que à Bolsa afluam, em

---

<sup>64</sup> N. E.: *A maior ou menor liquidez condiciona as cotações através do que hoje se chama o Prémio de Liquidez incluído na taxa de juro de desconto aplicável à acção em pauta.*

<sup>65</sup> N. E.: *Esta frase é muito curiosa visto que alerta para a vantagem de uma Bolsa enquanto termómetro da economia que a envolve, mas também para a exagerada sensibilidade com que os investidores por vezes reagem às notícias que lhes vão chegando. Não há bela sem senão!*

<sup>66</sup> N. E.: *De facto, é esta grande atenção que a Bolsa força os investidores a dedicarem aos acontecimentos futuros que justificará, pelo menos em parte, a grande capacidade de antecipação das cotações Bolsa.*

primeira-mão, todas as novidades, quer verdadeiras, quer falsas. Os especuladores, a quem é absolutamente indiferente a situação da empresa com cujos títulos negociam, não hesitam em revolucionar artificialmente as suas cotações de harmonia com as suas egoístas conveniências. A alta finança, dominando a Bolsa pelas alterações que pode fazer na taxa do reporte<sup>67</sup>, provoca à sua vontade correntes no sentido da alta ou da baixa, evitando ou originando *crash* colossais. Enfim, as próprias condições meteorológicas, influenciando sobre o sistema nervoso dos frequentadores da Bolsa, actuam sobre o preço dos títulos; assim é que CRUMP chega a aconselhar aos especuladores que tenham um barómetro nas suas mesas de trabalho, e que comprem ou vendam segundo o tempo é bom ou mau, que especulem na alta, na Primavera e no Verão, que especulem na baixa, na segunda metade do ano.<sup>68</sup>

As próprias condições da Bolsa não só favorecem o aparecimento de elementos perturbadores, como ainda contribuem para ampliar a sua acção. A rapidez das transacções, permitindo realizá-las em massa num momento, faz com que num instante as cotações possam ser todas alteradas. A reunião dos frequentadores da Bolsa numa certa convivência íntima e a facilidade com que entre eles se comunicam as novidades e as opiniões geram essa espécie de alucinadora sugestão, que tão vulgarmente domina as multidões e as arrasta aos actos mais absurdos<sup>69</sup>.

Demais, o acesso livre da Bolsa e a falta de conhecimentos especiais da maioria dos especuladores entregam-nos indefesos aos artifícios da sugestão. A verdade é que ninguém pode prever, por mais prático que seja, qual a influência que um dado acontecimento pode produzir na Bolsa e, nem mesmo, se ele influirá ou não nas suas cotações.

Vemos, pois, como estamos longe da pretendida regularidade e nivelamento das oscilações da Bolsa defendidos por LAFARGUE. A prática mostra, à simples e superficial análise, a falsidade da sua conclusão. Mas estudado

---

<sup>67</sup> N. E.: *Pensamos que esta será apenas uma forma diferente do autor se referir à taxa de juro de desconto e não àquilo que hoje em dia os mercados chamam especificamente taxa de juro das operações de Reporte.*

<sup>68</sup> N. E.: *O impacto da psicologia humana nos mercados financeiros é hoje objecto de grandes desenvolvimentos tanto na área académica como na operacional.*

<sup>69</sup> N. E.: *O comportamento de "herd behaviour" já era então assinalado pelo autor.*

e criticado o princípio geral com que LAFARGUE informa a sua teoria, resta-nos ainda examinar as demais consequências que dela tenta inferir e que são especialmente interessantes.

A tendência geral para o nivelamento do valor dos títulos, que já estudamos, só se pode realizar, segundo LAFARGUE, na Bolsa porquanto exige uma extrema mobilidade de capitais, que só na Bolsa se encontra. Portanto, a Bolsa exerce uma função económica importantíssima: a de igualar os lucros de todos os capitais.

Deste modo, encontram uma confirmação prática no estudo das operações da Bolsa os princípios da teoria da mais-valia de KARL MARX.

A função económica da Bolsa consiste em reduzir a uma taxa média de juro ou de lucro todos os capitais, o que ela consegue abaixando ou elevando o preço das acções, logo que o juro se afasta sensivelmente dessa média.

Vejam como essa função se harmoniza com as teorias marxistas. Segundo KARL MARX, todo o valor tem, como fonte geradora e como medida, o trabalho que o criou; o valor das mercadorias provém do trabalho que nelas está incorporado e proporciona-se à soma desse trabalho. Ora, a força do trabalho que cria as outras mercadorias e que lhes dá todo o seu valor, sendo também uma mercadoria, vale o que custa a produzir; e sucede que custa menos do que produz. Deste modo, todo aquele que utilizar a força do trabalho obterá mais do que tiver gasto, beneficiará duma mais-valia. É o que fazem os capitalistas. E assim o lucro é gerado pela mais-valia.

Porém, o lucro de um empresário não consiste plenamente na mais-valia criada na sua indústria, pois segundo KARL MARX existe uma taxa geral de lucro determinada por dois factores: **a)** A composição orgânica dos capitais, por consequência a taxa do lucro nas diversas indústrias. **b)** A repartição do capital total da sociedade entre as diferentes indústrias, isto é, a importância relativa do capital empregue em cada indústria.

*“A concorrência, escreve MARX, acarreta uma repartição do capital social em condições tais, que em cada ramo de indústria, os custos de produção têm por protótipo os custos dos ramos de composição média, isto é,  $R + Rf$ , preço de custo + preço de custo multiplicado pela taxa média do lucro, não sendo esta taxa média do lucro senão o lucro por cento dos ramos de composição*

*média, por consequência dos ramos em que o lucro e a mais-valia são iguais. A taxa do lucro é, portanto, a mesma em todos os ramos de produção, e é igual à que for dada pelo capital de composição média”.*

Precisamente a Bolsa, quando o lucro de uma sociedade por acções se eleva acima ou desce abaixo desse nível de lucro, trá-lo de novo ao nível, abaixando ou elevando a taxa de capitalização dessas acções. Assim se verifica a afirmação de MARX:.... *“de modo que, a quantidades iguais de capitais, sejam distribuídas sempre partes alíquotas da mais-valia criada pelo capital social total”.*

É claro que este nivelamento do lucro só foi possível, diz LAFARGUE, desde que o capital chegou a dominar completamente a produção e a troca das mercadorias e recorrendo a processos especiais que nada têm com essa produção e essa taxa.

Com efeito, as oscilações da Bolsa nada têm com a produção. Se um título aumenta de valor não é porque a respectiva entidade emissora tenha aplicado uma maior soma de capital à produção, mas simplesmente porque, tendo aumentado o seu dividendo, se exige uma soma maior para ter direito a recebê-lo. Não é a organização da produção que influi nas cotações da Bolsa, antes são estas que lhes podem impor alterações. Para manter as cotações dos títulos duma sociedade os seus directores esforçam-se por reduzir por vários meios o custo da produção.

E assim, diz LAFARGUE, as operações da Bolsa afectam em último lugar os produtores, que criam a mais-valia partilhada entre os capitalistas com o nome de dividendos, juros e lucros. Terminando, observa LAFARGUE, que, já hoje, uma soma colossal de valores é objecto de operações de Bolsa, mas que, todavia, uma parte valiosíssima deles não foi ainda mobilizada. Sê-lo-á também, para que a envolva o turbilhão da Bolsa, onde toda a propriedade capitalista acabará por se submergir. E, resumindo a sua teoria, afirma:

*“MARX não firma pois uma hipótese, e não imagina uma ficção, quando considera a mais-valia total, criada pelos industriais submetidos ao capital, como posta em comum do mesmo modo que os despojos duma cidade saqueada, para ser partilhada entre os capitalistas proporcionalmente à grandeza dos capitais que eles empregaram na exploração da classe assalariada dos dois mundos”.*

Tendo já demonstrado a falsidade da teoria de LAFARGUE, poderíamos dispensar-nos de criticar as suas conclusões. Demais, a teoria da mais-valia de KARL MARX não pode ser aceite, visto o valor ser independente do trabalho e unicamente determinado pela utilidade e pela raridade do produto. Não pretendemos, porém, discutir aqui as teorias de valor, e portanto limitar-nos-emos a demonstrar que a doutrina de LAFARGUE<sup>70</sup>, ainda quando fosse verdadeira, nenhuma aplicação poderia ter ao conceito do lucro.

Com efeito, as oscilações da Bolsa em nada influem no lucro. O título mobiliário, acção ou obrigação, adquire uma existência própria e independente. Pondo de parte algumas influências remotas e indirectas que a cotação dos títulos pode ter na marcha da empresa, o certo é que só há nela dois elementos que possam influir no custo da produção. Esses dois elementos são:

- a) O preço da emissão, que representa a quantidade de capital empregue na empresa. Pode uma parte desse capital ser fictício e improdutivo, como veremos, mas representa oficialmente a quantidade de capital com que a empresa se constituiu e que tem de remunerar.
- b) O dividendo, que representa o juro do capital empregue, e constitui portanto um dos elementos do custo de produção.

Ora, com estes elementos nada tem a Bolsa. Se eles podem influir na verdade nas cotações da Bolsa, o contrário não sucede. À empresa, uma vez constituída, pouco importa que os seus títulos pertençam a **A** ou a **B**, e que estes os tenham adquirido pelo preço da emissão ou por um preço superior ou inferior.

O capital empregue pela empresa foi pago pelos primeiros subscritores. De resto, a proporção entre o dividendo e a cotação do título nada tem com a empresa. O lucro que ela dá, cifra-se na percentagem que existe entre o capital e o dividendo pago. O mais, unicamente interessa aos posteriores adquirentes dos títulos que só em relação ao preço destes têm que fazer as suas apreciações das anuidades recebidas e não com referência à própria empresa.

---

<sup>70</sup> *N. E.: Embora no original esteja escrito LASALLE, pensamos que se trata de um erro tipográfico porquanto o autor está aqui numa crítica à posição de LAFARGUE.*

Os dividendos são ou devem ser determinados pelos lucros da empresa e não pela maior ou menor cotação dos seus títulos. Esta, portanto, em nada influi no cálculo do custo da produção. Consequentemente, ainda que se desse o nivelamento absoluto do valor dos títulos, não resultava daí a paridade dos lucros. Suponhamos que há duas empresas A e B, cujos títulos são do valor nominal de 100\$000 reis. Se a 1ª der 5% de juro e a 2ª 10%, verificando-se o nivelamento das cotações, e calculando em 5% a taxa média do juro<sup>71</sup>, as acções da 1ª continuarão a valer 100\$000 reis e as da 2ª elevar-se-ão ao preço de 200\$000 reis. Neste caso, poderemos dizer que é indiferente empregarmos o nosso capital na compra de um ou de outro título, visto que obtemos em ambos a mesma remuneração. Mas, de modo nenhum se pode dizer que o lucro é igual; é evidente que a 2ª sociedade tem o dobro do lucro alcançado pela 1ª.

Se considerarmos a situação dos primitivos subscritores das duas sociedades, que tenham conservado os seus títulos, notaremos igual diferença: uns recebem o dobro do lucro dos outros.

O que se deu foi um aumento artificial de capital numa delas e a conservação do capital primitivo na outra. Numa palavra, ao capital produtivo igual em ambas, acresceu para uma delas uma forma determinada de capital improdutivo. Como se vê, a equiparação de cotações na Bolsa, ainda que possível, não traria a paridade dos lucros nas diversas indústrias. De modo algum, pois, o estudo das operações da Bolsa pode demonstrar o teorema de MARX quanto à taxa média dos lucros.

### **VIII. AS BOLSAS E A CRESCENTE MOBILIZAÇÃO DA RIQUEZA**

A utilidade da Bolsa resulta como corolário evidente da mobilização geral da riqueza. Ora, esta tendência para uma mobilização sempre crescente, é hoje um facto averiguado.

O estudo da evolução económica mostra-nos que, no seu decurso, não só aumenta a soma total das riquezas, como também se altera profundamente

---

<sup>71</sup> N. E.: *Taxa de remuneração exigida pelos investidores.*

a sua composição. Para prova do que afirmamos, basta um superficial confronto entre a economia da Idade Média e a economia actual.

Na época medieval, é a terra, a riqueza imobiliária, que constitui a quase única riqueza. Nem ao espírito da época devia repugnar a afirmação dos fisiocratas, que viam na terra a geradora única de utilidades económicas. Quanto ao mais, dominava o arcaico aforismo: *vilis mobiliaum possessio*. Nem podia deixar de assim ser nesse tempo em que o comércio não gozava da ampla liberdade de que carece, e em que o seu exercício envolvia o desprezo e constituía para todos os membros das classes sociais mais elevadas um rebaixamento insofribel.

Hoje tudo mudou. Este último século foi, com efeito, o teatro duma verdadeira revolução económica. A substituição das forças mecânicas ao trabalho do homem, a criação de meios de transporte rápidos, a descoberta do telégrafo e do telefone, facilitaram as trocas e aproximaram as nações. O tráfico internacional assumiu um lugar preponderante, e os povos puderam colocar ao longe os sobejos das produções da sua indústria e do seu comércio.

Criaram-se assim centros comerciais muito importantes, verdadeiras feiras internacionais, onde os diversos povos vieram fazer a troca dos seus produtos. Por outro lado, a riqueza mobiliária tomou o primeiro lugar no capital nacional e o antigo adágio "*res mobilis, res vilis*" tornou-se nos nossos dias um contra-senso.

Hoje já não é a terra, é o capital que domina. O capital tomou um aspecto novo, já não está ligado ao território da pátria, nem à pessoa e à família do seu proprietário. Tornou-se por completo internacional e impessoal. Igualmente a riqueza democratiza-se, torna-se mais geral, pois todos a podem possuir sem que para isso seja necessário dispor de privilégios restritos somente às classes mais elevadas. A riqueza mobiliária não só despoja já do seu predomínio a riqueza imobiliária, como ainda a domina. É facto corrente hoje, vemos a própria terra habilmente mobilizada.

Os títulos mobiliários acentuam claramente esta tendência. Sem conterem a menor referência à causa geradora da riqueza que representam, predomina neles simplesmente o carácter literal. Não quer isto dizer que os títulos constituam em si mesmos uma riqueza: do mesmo modo

que os direitos subjectivos só têm o valor da coisa ou da prestação que deles é objecto, assim os títulos só têm o valor inerente à riqueza que representam. Não surge com eles uma nova riqueza, mas sim uma nova forma de riqueza.

E as estatísticas demonstram-nos a importância assombrosa que hoje assume a riqueza mobiliária. É sobretudo nos últimos 70 anos, que ela tem progredido, ocupando uma situação preponderante na composição da maioria das fortunas privadas.

Já anteriormente avaliámos em 400.000:000\$000 francos ou em 80.000:000 de contos a soma total dos valores mobiliários na Europa. Em França, computando todas as fortunas privadas em 234.934:000\$000 de francos (em moeda nacional 46.986:800 contos), vemos que 90.000:000\$000 (18.000:000 de contos) são constituídos por títulos mobiliários. Na Inglaterra, a sua soma total ainda é superior, elevando-se a 110.000.000\$000 de francos (ou 22.000:000 de contos).

E o aumento da riqueza mobiliária é cada vez maior, ultrapassando em cerca do dobro o aumento da riqueza imobiliária. Segundo NEYMARCK, o acréscimo dos bens móveis de 1826 a 1896 atinge 61,24 %, ao passo que o dos imóveis não vai além de 30,72 %.

A esta profunda transformação da riqueza geral correspondem naturalmente importantes modificações na organização de certos institutos comerciais. Um dos factos mais notáveis que acompanharam esta evolução foi a multiplicidade e o progresso dos bancos que mais especialmente se dedicam ao comércio de valores. Assim é que WAGNER não hesita em chamar aos bancos de valores (*Effetbanken* – bancos que se ocupam dum modo especial do tráfico de valores) os verdadeiros condutores do grande movimento bancário moderno.

Mas, é sobretudo na Bolsa que a mobilização crescente das riquezas exerce uma acção notável. Com efeito, na Bolsa de Paris, ao passo que no princípio do século XIX se cotavam só 10 categorias de fundos públicos, actualmente o boletim oficial insere mais de 800 no valor de 80.000:000\$000 de francos (16.000:000 de contos). Na Bolsa de Londres, os fundos oficialmente cotados cifram-se no valor nominal de 175.120:000\$000 de francos (35.034:000 de contos).



Nem é para admirar este progresso colossal do movimento bolsista. A mobilização das riquezas tem como princípio indispensável a facilidade extrema da sua negociação, a qual só se consegue por meio da Bolsa. A Bolsa representa uma série de operações económicas, que sem o seu concurso seriam talvez possíveis, mas se tornariam por certo extremamente difíceis.

A mobilização das riquezas reclama pois o uso da Bolsa, e, visto que ela constitui um dos traços dominantes da evolução económica moderna, fácil é de concluir daí a importância que as Bolsas assumem na actualidade e o carácter inadiavelmente útil dos serviços que prestam.

### IX. AS BOLSAS E O CRÉDITO

O crédito mobiliário, como muito bem diz GRAZIANI, ocupa um lugar intermédio entre o crédito comercial e o crédito fiduciário ou predial. O crédito comercial tem por objecto o capital circulante a breve prazo de vencimento; o crédito predial subsidia a propriedade imobiliária. Entre ambos, o crédito mobiliário tem o seu campo próprio de acção, que se dirige às empresas que carecem de largo capital fixo e as subsidia, quer no momento da sua constituição, quer nas ocasiões em que carecem de aumentar a sua riqueza disponível.<sup>72</sup>

A Bolsa deve ser integrada entre os institutos de crédito mobiliário. Não é porém deste parecer o insigne economista FERRARIS. Segundo ele, as Bolsas são apenas instituições complementares dos institutos de crédito, podendo quando muito ser chamadas, juntamente com as câmaras de compensação, intermediários subsidiários de crédito. Igualmente afirma FERRARIS, que as operações de Bolsa não são operações de crédito, mas sim manifestações do comércio.

---

<sup>72</sup> N. E.: *Esta diferenciação é essencial ser compreendida por quaisquer empresas em qualquer momento histórico, mas revela-se agora crucial no tecido económico português dada a predominância do crédito bancário que se tem verificado após a revolução de 1974 conjugada com as dificuldades de concessão de crédito pelos bancos na sequência da crise de confiança iniciada no Verão de 2007.*

*“As operações de Bolsa, escreve o citado autor, não são senão modalidades especiais assumidas pelo comércio de títulos e, portanto, não se podem confundir com as verdadeiras e próprias operações de crédito. Todavia... contêm alguns elementos de crédito, especialmente uma delas, a chamada operação de reporte”.*

Refuta este conceito o Sr. Dr. MARNOCO E SOUSA, alegando que basta terem por objecto títulos de crédito para se deverem considerar as operações de Bolsa como órgãos de crédito. Objectar-se-á talvez, porém, que esse simples facto não basta para provar em todos os casos a natureza creditícia destas operações. Bem se pode conceber uma operação versando sobre títulos de crédito e que em nada envolva o uso do crédito. É o que sucede com a compra dum acção mediante o pagamento imediato em dinheiro.

Não se infira porém desta crítica que apoiamos a opinião de FERRARIS. Podemos, de facto, afirmar que as Bolsas são, como já dissemos, órgãos de crédito, pois que o crédito intervém constantemente no seu funcionamento. Sem o crédito seria muito menor o número de negócios efectuados na Bolsa. Na Bolsa de Paris fazem-se regularmente todos os anos operações na importância de cerca de 200.000:000\$000 de francos; em Novembro de 1872, na Bolsa de Viena fizeram-se, num só dia, transacções de 140 milhões de florins, o que equivale, em 300 dias de Bolsa, a uma soma de 420.000 milhões de florins por ano. Como seria possível, observa com razão SUPINO, achar meios de troca suficientes para cifras tão colossais de negócios, se os pagamentos se fizessem a contado? Pelo contrário, no fim do mês a maior parte das compras e das vendas liquida-se mediante compensações e só as diferenças são pagas a contado, o que reduz a proporções mínimas a quantidade de meios de troca necessária para obter uma forte expansão nos preços dos títulos públicos<sup>73</sup>.

---

<sup>73</sup> N. E.: *Este mecanismo de compras sem pagamento imediato e de vendas sem entrega imediata dos correspondentes títulos persistiu na Bolsa de Paris no chamado Marché à Règlement Mensuel até meados dos anos 90 do século xx. Trata-se de facto de um dos vários mecanismos a que os pequenos países podem recorrer para ampliarem a liquidez das suas emissões quando a sua pequena dimensão económica tenda a condicionar negativamente essa mesma liquidez. Pode-se afirmar que uma tal liquidação única por mês e pelo saldo compensado de todos os montantes comprados e vendidos ao longo do mês civil aumenta o risco de incumprimento das transacções em Bolsa, mas os actuais conhecimentos e técnicas sobre gestão de risco e a existência das chamadas “Clearing Houses” permitem atenuar significativamente esses mesmos riscos.*

O desembolso efectivo é na verdade raro na Bolsa onde, como veremos, a maioria das liquidações se fazem por meio da compensação.

Só assim também é que é possível encontrar na Bolsa os recursos de que precisam certas empresas. Sem o crédito unido à Bolsa não seria possível a constituição das colossais companhias como a do canal de Suez. Sem eles também não teriam sido na verdade possíveis muitas das guerras que se têm feito contemporaneamente. Na Bolsa é que se encontram recursos à disposição dos que precisam. É pois justo, que as chamemos órgãos ou institutos de crédito.

Só se poderia objectar contra a crítica do Sr. Dr. MARNOCO E SOUSA, que não sendo as acções títulos de crédito, as transacções bolsistas a elas referentes podiam não ser operações de crédito. Mas é o próprio FERRARIS que refuta este argumento, dizendo que:

*“Os juristas preferem não classificar tal facto (a transmissão de capitais que só se dá quando vários indivíduos se reúnem para constituir uma sociedade por acções, para com a qual ficam credores do capital ou do juro) entre as operações de crédito, porque as acções representam não um crédito, mas uma participação; economicamente, porém, parece-nos exacto considerar este fenómeno como creditício, porquanto as acções representam uma antecipação de capital em vista duma contra-prestação futura, dão direito ao reembolso e no entretanto aos juros, mudam de proprietário e portanto servem como emprego de capital e negoceiam-se como títulos de crédito”.*

É pois o próprio FERRARIS, que indirectamente vem declarar, que os negócios sobre acções são negócios sobre títulos de crédito e consequentemente de natureza creditícia.

Mas, se o crédito presta às Bolsas relevantes serviços, é certo que o seu uso se torna muitas vezes perigoso. Com efeito, nos momentos de alta e de prosperidade real ou aparente, o crédito facilita todas as transacções. Todos os meios de troca se aceitam nesses momentos, em que o optimismo impera. Se, porém, sobrevém a baixa, as transacções dificultam-se imediatamente; muitos meios de troca antes aceites sem hesitação são agora repelidos e assim a sua falta, na ocasião em que precisamente seriam mais necessários, vem acelerar e agravar o *crash*.

Mas ainda esta solidariedade, por assim dizer patológica, entre o crédito e a Bolsa mostra a íntima ligação que os une. Na actual organização económica, em que o crédito desempenha tão primacial função, vem este facto confirmar, num novo aspecto, a importância das Bolsas.

## **X. AS BOLSAS E O CAPITAL IMPRODUTIVO: TEORIA DE SUPINO**

Um dos aspectos mais interessantes da teoria económica das Bolsas, é a formação do pretendido capital improdutivo a que elas dão lugar. Foi esta matéria brilhantemente elucidada por um estudo de SUPINO, que vamos procurar resumir.

Visto que o capital, escreve SUPINO, é um dos factores da produção, a simples expressão de capital improdutivo parece à primeira vista absurda e contraditória. Sem dúvida, o capital empregado na produção não pode deixar de ser considerado como produtivo. Mas ao lado dele existe outra categoria de capital.

Desde que o capital é um instrumento eficaz de produção, daí resulta necessariamente que todos os possuidores de bens, que são ou podem ser instrumentos dela, têm o direito de participar das vantagens que derivam do emprego desses bens e de exigir uma remuneração pelo seu empréstimo temporário. Deste modo, o capital, em vez de ser um agente da produção, torna-se um meio para obter um rendimento, seja qual for a fonte donde este provenha. E assim, sob o ponto de vista privado, todos os bens que dão um rendimento constituem um capital, ainda que de facto não sejam produtivos.

É, portanto, pela fonte donde resulta o seu rendimento, que o capital produtivo se distingue do capital improdutivo; no primeiro caso, o juro é originado pela produção de uma nova riqueza, no segundo caso pelo simples deslocamento da riqueza existente. Aquele que empresta um saco de grão e no fim de um ano recebe dois obtém o mesmo resultado de quem semeia o grão, isto é, de quem o emprega como um meio técnico de produção e colhe o dobro. Simplesmente num caso temos o capital produtivo e no outro o capital improdutivo.

Precisemos melhor esta distinção. Suponhamos que um capitalista empresta 1:000\$000, recebendo o juro anual de 50\$000 reis. Para saber se este capital é produtivo, carecemos de averiguar como foi empregado esse conto de reis. Se foi destinado a um fabricante que o utilizou para comprar instrumentos e matérias-primas e para pagar salários aos operários, a produção nacional foi acrescida, pois se formou uma nova riqueza, que em parte se destina a beneficiar o industrial e em parte a pagar o juro ao capitalista. Trata-se pois dum capital produtivo.

Se, porém, o conto de reis foi emprestado a um proprietário, que o gasta em festas e em banquetes, então o capitalista nada perde, porque tem, por hipótese, uma hipoteca que lhe garante o pagamento anual dos 50\$000 reis, mas o proprietário tem um conto de reis a menos, porque transformou essa quantia em bens de consumo que destruiu, que não se podem reproduzir mais e que representam por isso uma perda equivalente para a sociedade, tomada no seu conjunto. Trata-se pois de um capital improdutivo.

A transformação do capital produtivo em improdutivo nem sempre é censurável. Pode ser justificada por razões supremas de ordem imaterial, como a necessidade de prover à educação de um filho, ou por circunstâncias acidentais e involuntárias, v. g. se foi empregue numa máquina que se torna incapaz de servir.

Vários elementos concorrem para aumentar ou restringir a formação do capital improdutivo que se encontra sob vários aspectos em dois estádios do desenvolvimento económico: nos inícios, e na época de maturidade da era capitalista. Mas, bastando as noções que demos para dele se fazer uma ideia exacta, não temos necessidade de iniciar a sua análise e passaremos desde já a ocupar-nos das suas relações com a Bolsa.

Consideremo-lo, em primeiro lugar, com referência aos títulos que assumem a forma de obrigações<sup>74</sup>. Este grupo de títulos tem como tipo os

---

<sup>74</sup> N. A.: Para conveniente esclarecimento da matéria, diremos desde já em que consiste o capital-acções e o capital-obrigações de uma sociedade. O capital-acções de uma sociedade é o capital subscrito para o seu estabelecimento ou desenvolvimento. O juro deste capital sofre directamente as felicidades e as infelicidades da empresa; aumenta quando ela prospera e diminui quando ela decai. (Conf. Cod. Com., art. 166º e seguintes).

O capital-obrigações é o capital que a sociedade recebe a título de empréstimo para se desenvolver ou para fazer face aos seus prejuízos. Os empréstimos públicos e municipais entram nesta categoria. O juro deste capital é fixo e só depois dele pago é que se determina o

fundos da dívida pública dos Estados. Se o produto do empréstimo feito pelo Estado for empregue na produção, pagando-se com os lucros dela os juros, o capital-obrigações representa evidentemente um capital produtivo. Se, porém, como é mais vulgar, o capital obtido for destinado ao consumo e o respectivo juro vier de outra origem, designadamente dos impostos, temos uma forma característica de capital-improdutivo.

O capital-acções também pode ter o carácter improdutivo por diversas razões. Assim nuns casos resulta do próprio fim que a sociedade se propõe, se por exemplo se propuser unicamente fazer empréstimos. Doutras vezes, por uma crise económica a sociedade não consegue vender os seus produtos ou de um modo geral não obtém a realização da sua missão. Por vezes também, os fundadores da sociedade recebem em paga do seu trabalho e dos serviços prestados à sociedade uma parte do capital social, que é assim distraído da sua função de produção.

Este último caso é hoje vulgaríssimo. É o próprio capital improdutivo, que gera muitas vezes a empresa. Com frequência um grupo de indivíduos combina a formação de uma sociedade, com o mero intuito de enriquecerem com a emissão das acções os fundadores da sociedade e os intermediários que se encarregam de efectuar essa emissão. Inúmeras especulações neste género se têm dado recentemente, sendo as mais conhecidas as que se fizeram a pretexto de fundar companhias de caminhos-de-ferro ou bancos de crédito, e sendo esta a principal causa da ruína a que têm sido reduzidas muitas sociedades anónimas.

Do mesmo modo o capital arrecadado pelos intermediários numa operação de Bolsa pode ser ou não produtivo. Se a operação tiver por fim colocar capitais numa empresa útil, nivelar os preços dos títulos de harmonia com a taxa do juro e enfim concorrer por qualquer forma para aumentar a prosperidade económica geral, esse capital é incontestavelmente produtivo. Se, porém, se tratar duma mera especulação, em que unicamente se pretende ganhar

---

dividendo, isto é, o lucro a partilhar entre as acções. Pode suceder que a ruína da empresa não permita o pagamento dos juros deste capital, do mesmo modo que o estado pode suspender o pagamento dos seus títulos, e então dá-se a falência (Conf. Cod. Com., art. 195º e seg.; Lei de 21 de Abril de 1896; Decreto e Regulamento de 27 de Agosto de 1896; Cod. de Falências, art. 1º, 160º e seg., especialmente art. 167º).

com as diferenças das cotações, em que não há transferência real nem de títulos nem de dinheiro e em que o ganho dum contratante representa apenas o capital perdido pelo outro, esse capital é evidentemente improdutivo.

Na Bolsa, portanto, como na emissão de títulos mobiliários, pode-se formar tanto o capital produtivo como o capital improdutivo. A este respeito, pois, temos a notar nas Bolsas, ao lado de um inconveniente, uma vantagem correspondente.

Tal é a teoria de SUPINO, que procurámos expor nas suas linhas gerais.

Os factos, em que esta teoria se baseia, são evidentemente exactos, mas os princípios que dela se pretendem inferir carecem de ser entendidos dentro de justos limites; de outro modo, o seu carácter um tanto indefinido pode levar à afirmação de consequências falsíssimas.

A designação de capital improdutivo usada por SUPINO é pouco rigorosa. O capital é um conjunto de utilidades destinado a uma nova produção e, portanto, o que SUPINO chama um capital improdutivo não constitui na verdade um capital.

É conhecida a distinção, seguida entre outros por RODBERTUS e WAGNER, entre o capital como categoria económica e o capital como categoria historico-jurídica. Na primeira acepção, o capital é constituído pelos bens económicos naturais que podem servir como meios técnicos para a produção de novas riquezas. No segundo sentido, significa uma parte do património de um indivíduo que é aplicada para a consecução de um rendimento.

É evidente que SUPINO toma o capital na segunda acepção e só assim a sua teoria pode ser compreensível. Entendida deste modo, a teoria de SUPINO é verdadeira.

Mas, se considerarmos o capital como uma categoria económica, o que notamos em todos os exemplos citados é uma dupla natureza da riqueza considerada. Esta para quem a empresta constitui um capital, para aquele que a recebe e que a gasta improdutivamente constitui apenas um bem comum.

Por isso, mais rigoroso seria dizer não que o capital será produtivo ou improdutivo conforme os casos, mas que uma soma de valores pode ser ou não um capital consoante o modo por que o empregar o seu possuidor. O mesmo valor ou até a mesma soma de moeda adquire ou perde a natureza de capital pela simples passagem das mãos dum indivíduo para as de

outro. E assim, a teoria de SUPINO resume-se em ultima análise a explicar o modo por que os capitais se podem transformar em bens de consumo.

Feitas estas restrições e tendo mostrado como deve ser interpretada a teoria de SUPINO, de modo a conciliá-la com os princípios gerais da ciência económica, não temos dúvida em a aceitar.

## BIBLIOGRAFIA

- BEDARRIDE (J.) – *Des bourses de commerce, agents de change et courtiers* – Paris, 1901. – Arthur Rousseau.
- BOZERIAN – Ob. cit.
- BURIAT – *Le comissionaire contre-partiste en bourse et spécialement en marchandises* – Paris, 1903. – Henri Janne.
- CARRERAS Y GONSALEZ (Marianno) – *Tratado didactico de economia politica* – Madrid, 1865. – Guijarro.
- COLSON – Ob. cit.
- COSACK – Ob. cit.
- COURTOIS – Ob. cit.
- FERRARIS (Cario F.) – *Principii di scienza bancaria* – Milano, 1892. – Ulrico Hoepli.
- FONTAINE (Henri) – *La bourse et ses opérations légales* – Paris, 1905. – Pedone.
- GRAZIANI (Augusto) – *Istituzioni di economia politica* – Torino, 1904. – Fratelli Bocca.
- GRÜNHUT – Ob. cit.
- HAYAUX DU TILLY – Ob. cit.
- LAFARGUE – *La fonction économique de la bourse – Extrait du Devenir Social* – Avril, 1897.
- LAVELEYE (Emile de) – *Éléments d'économie politique* – Paris, 1898. – Hachete.
- MARNOCO E SOUSA (Dr.) – Ob. cit.
- MARX (Karl) — *Le capital* — Vol. iii — *Le procès d'ensemble de la production capitaliste* – Traduit par Julian Borchardt et Hippolite Vaudeergdt – Paris, 1901. – Giard et Brière.
- MOYSEN (André) – *Le coulissier contre-partiste en bourse devant la loi pénale* – Paris – E. Cassegrain, 1904.
- PICCINELLI – Ob. cit.
- RAMBAUD – Ob. cit.
- SAY (Horace) – *Bourses de commerce* – apud *Dictionnaire de l'économie politique publié sous la direction de Ch. Coquelin et Guillaumin* – Vol. I – Paris, 1854. – Guillaumin et Hachete.
- SAYOUS – Ob. cit.



SUPINO – (Camilo) – *La borsa e il capitale improduttivo* – Milano, 1898. – Ulrico Hoepli.

SUPINO (Camilo) – *Principii di economia politica* – Napoli, 1904. – Luigi Pierro.

THALER (E.) – *Traité élémentaire de droit commercial* – Paris, 1900. – Arthur Rousseau.

VIVANTE – Ob. cit.

WALDMANN (Abel) – *Étude sur les argentarii à Rome et les agents de change en France* – Paris, 1874. – A. Derenne.

WEIL (Edmond) – *L'impôt sur les opérations de bourse* – Paris, 1902. – Rousseau.

(Página deixada propositadamente em branco)

**PARTE II**

**ESTUDO HISTÓRICO DAS BOLSAS**

(Página deixada propositadamente em branco)

## **CAPÍTULO I**

### **EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS BOLSAS**

#### **SUMÁRIO:**

- I. – As Bolsas na Antiguidade. *O Collegium mercatorum e os argentarii romanos.*
- II. – As Bolsas na Idade Média.
- III. – As Bolsas nos tempos modernos.
- IV. – Em França.
- V. – Na Inglaterra.
- VI. – Na Alemanha.
- VII. – Noutros países.

#### **I. AS BOLSAS NA ANTIGUIDADE.**

##### ***O COLLEGIUM MERCATORUM E OS ARGENTARII ROMANOS***

*“As Bolsas, escreve RAFFALOVICH, nasceram do desenvolvimento contínuo dos negócios e do comércio em geral, por uma série de evoluções sucessivas. São actualmente o último termo de organizações que existiram no estado embrionário numa época em que as trocas eram limitadas pela ausência de comunicações, pela pequena quantidade de mercadorias disponíveis, pela raridade de capitais, pela ausência do crédito”.*

Com efeito, a Bolsa, não na sua complexa e poderosa organização moderna, mas como uma simples reunião de comerciantes, constitui um elemento

tão imprescindível do comércio que nele mesmo teve a sua génese. Nasceu com ele; à prática e acordo espontâneo dos comerciantes se deve a sua primeira fundação e não às imposições legislativas. Em matéria de Bolsas, como em quase todas as matérias comerciais, o uso precedeu sempre a lei<sup>75</sup>.

“A ideia da Bolsa, diz BOUDON, é tão antiga como a ideia da troca”. É natural, com efeito, que, desde a aparição dos primeiros rudimentos do comércio e da moeda, os homens tenham convencionado reunir-se em lugares e ocasiões determinados para ali trocarem os produtos do seu trabalho ou o seu numerário. É natural também que, mais tarde, alguns indivíduos conhecedores das necessidades do mercado e das fontes da produção, tenham intervido para facilitar as negociações relacionando, mediante um salário, o vendedor e o comprador. Tal é a origem das Bolsas e das corporações de Corretores.

É, pois, na mais remota antiguidade que os comerciantes, vendo as vantagens evidentes da sua íntima união, começam a adquirir o hábito de se reunirem com frequência e assim lançam os fundamentos desse instituto, que através das vicissitudes da história de todos os tempos vem gerar as opulentas e grandiosas Bolsas dos nossos dias.

DALLOZ afirma a existência dessas Bolsas rudimentares entre os Assírios, os Tírios, os Fenícios e os Gregos. Se é certo que o relativo abandono a que tem sido votada até aos nossos dias a história económica não nos permite conhecer nos seus detalhes a organização comercial desses povos, tudo leva contudo a crer que seja exacta a afirmação do célebre juriconsulto. Entre esses povos, cuja importância derivava predominantemente do comércio marítimo e das transacções com os estrangeiros, é natural que fosse conhecido o uso e a utilidade das Bolsas, do mesmo modo que foi conhecido e aproveitado pelos Venezianos, pelos Holandeses, pelos Ingleses, enfim por todos os povos que encontravam no comércio a sua principal fonte de riqueza. Em Atenas existiu o *Emporium*, que parece corresponder aos modernos mercados.

---

<sup>75</sup> N. E.: Para os países emergentes esta é uma diferença fundamental visto que se vêm actualmente confrontados com a necessidade de dispor de Bolsas, mas só a aceleração trazida por um acto administrativo governamental lhes permitirá evitar o longo processo de nascimento natural destes mercados organizados. Contudo, isto exige, em contrapartida, um simultâneo processo de aculturação financeira das suas populações, empresários, banqueiros e políticos que não é fácil nem rápido de se conseguir executar.

Mas é em Roma que pela primeira vez podemos analisar e estudar devidamente institutos que representam uma fase já constituída na evolução das Bolsas e dos Corretores, conquanto ainda acerca deles se levantem graves divergências entre historiadores e eruditos. O instituto correspondente às Bolsas era constituído por um edifício onde se reunia o *Collegium Mercatorum* ou *Mercuriales*.

TITO LÍVIO diz-nos que esse edifício foi construído no ano 259 antes da fundação de Roma ou 495 a. J. C., sendo cônsules Appius Claudius e Publius Servilius. Ainda hoje restam uns vestígios deste edifício conhecidos pelo nome de *loggia*.

Alguns autores, contudo, contestam a veracidade de tal versão. Segundo eles, não era no *Collegium*, mas sim nas *Basílicas*, quando não utilizadas como pretórios judiciais, que os comerciantes romanos se reuniam. Nenhum argumento decisivo se pode invocar em favor de uma ou outra opinião, sendo contudo dominante a primeira.

Mais informações nos chegaram, porém, acerca dos intermediários do que poderemos chamar operações de Bolsa. Suficientes referências dos textos legais nos permitem reconstituir em traços gerais a sua feição típica. Dividiam-se esses intermediários em duas categorias:

#### a) Proxenetae

Intermediários livres, simplesmente sujeitos às normas de direito comum;

#### b) Argentarii

Estes tinham o carácter de oficiais públicos. O seu número era limitado e recebiam uma investidura oficial. Estavam sujeitos à vigilância especial e directa de certos funcionários: em Roma – o *praefectus urbis* e nas províncias – os respectivos governadores. Constituía uma corporação e só podiam praticar dadas operações, em certas e determinadas condições.

Além dos *argentarii*, falam-nos também os textos romanos nos *numularii*. Quanto a estes é necessário distingui-los em duas categorias. Havia uns funcionários romanos com esse título empregados em serviços referentes à moeda: assim procediam à verificação das moedas nova-mente emitidas, tinham uma *mensa* onde punham em circulação as moedas novas, aí também

recebiam, consoante as cotações e mediante um certo ágio, as moedas antigas ou estrangeiras, e intervínham nos pagamentos para certificarem os títulos das moedas empregadas.

Ao lado, porém, destes havia outros *numullarii*, incluídos na categoria geral dos *argentarii*; exerciam as mesmas funções que estes, dos quais se distinguiam apenas por se dedicarem de preferência aos câmbios de moedas.

Por vezes, as leis romanas referem-se também aos *mensarii* ou *mensullarii*. Há dúvidas quanto à significação deste termo, mas, segundo a opinião mais geralmente seguida, deve ser considerado como um simples sinónimo de *argentarius*. O *argentarius* tinha geralmente alguns auxiliares, conhecidos pela designação de *collectorii* e *coactorii*.

Não se pode precisar com absoluto rigor a data em que pela primeira vez foram instituídos os *argentarii*. Segundo as investigações de WALDMANN, a sua origem remonta ao período de paz que se seguiu à guerra com os samnitas, terminada no ano 290 a. J. C. O certo é que já existiam em Roma no ano 200 a. J. C. Os *argentarii* tinham umas espécies de lojas ou escritórios onde exerciam o seu negócio, chamados *tabernae*. As *tabernae* eram situadas no Fórum, principalmente nas três passagens chamadas *Janus summus*, *medius* e *imus*.

A sua situação na sociedade romana era pouco elevada. Os indivíduos que exerciam esta profissão eram de baixa extracção e tornaram-se frequentemente notados pela sua desonestidade. Dispunham todavia de influência e de grande poder. Nos últimos tempos da história romana, os *argentarii* foram mais considerados, contando-se já então entre eles alguns membros de famílias ilustres.

Além de constituírem no seu conjunto uma corporação, podiam formar entre si sociedades privadas por meio de estipulações recíprocas. Era este um dos tipos principais da *societas alicujus negotiationis*, existindo no direito romano regras especiais reguladoras da responsabilidade individual dos associados para com terceiros.

Vejamos agora quais eram as suas funções.

Uma das mais importantes consistia em efectuar pagamentos por conta alheia, o que se realizava por meio de *receptum*. O *receptum* era o contrato, em virtude do qual um indivíduo, que tinha feito um depósito junto de um banqueiro ou que dele era credor por qualquer outro título, podia obrigá-lo a



prometer que pagaria uma certa soma num dia determinado ou a ele mesmo credor ou a um terceiro por ele indicado. Fundamentalmente, portanto, era um pacto pelo qual um banqueiro se obrigava a pagar uma dívida alheia.

Há graves dúvidas acerca da natureza jurídica deste acordo. Segundo muitos autores, o *receptum* era um contrato formal de origem antiga. Contudo, outros autores afirmam que era apenas um pacto pretoriano sancionado por uma *actio in factum*, o que parece ser confirmado por notáveis investigações de LENEL.

Justiniano fundiu-o com o *constitutum*, declarando que o fazia em virtude da semelhança dos dois institutos. É certo, todavia, que entre um e outro existiam diferenças notáveis.

É interessante o confronto a que o *receptum* se presta com alguns institutos comerciais modernos. Assim, na transmissão do encargo de pagar a dívida, sobretudo havendo um prévio depósito, descortina-se uma manifesta analogia com o *cheque* dos nossos dias. É certo também que, quando o *receptum* se pactuava entre o banqueiro e um indivíduo que na realidade não era seu credor, não se fazia mais do que proceder por parte do banqueiro à abertura de um crédito em favor do seu co-contratante.

Muitas outras funções desempenhavam os *argentarii*. Assim: incumbiam-se das vendas em hasta pública, designadamente na liquidação de heranças; faziam vendas e compras como Corretores dos verdadeiros interessados; negociavam com a venda e a corretagem de moedas metálicas, tendo até o direito exclusivo de verificar oficialmente as suas cotações; colocavam os capitais, que lhe eram confiados, a juros ou de qualquer outra forma, etc.

É também entre os usos dos *argentarii* que se podem encontrar os primeiros rudimentos do actual instituto da compensação. Com efeito, se o *argentarius* desejava accionar um indivíduo com quem tinha uma conta corrente, tinha de fazer primeiro o balanço (*ab initio facere compensationem*) e só lhe podia pedir o saldo existente em seu favor. Era, pois, uma compensação forçada, que a lei exigia como preliminar indispensável para a subsistência da acção.

Uma das características mais interessantes da instituição dos *argentarii* referia-se à força probante das indicações dos seus livros de escrituração. Os livros que os *argentarii* tinham, eram os seguintes:

- a) Livros das efemérides ou *Adversaria*, em que registavam as operações diárias e correntes em primeiro lugar<sup>76</sup>;
- b) *Codex accepti et expensi*, em que registavam todas as entradas e saídas de dinheiro, indicando a natureza das operações realizadas e os nomes das pessoas nelas interessadas;
- c) *Tabulae rationum mensae au argentariae*, também chamado mais simplesmente *rationes*, *liber rationuum*, que era o livro mestre, o verdadeiro livro de contas do banco; neste inscreviam-se as operações realizadas com referência a cada pessoa e com indicação do *Deve* e *Haver*; de modo que um simples exame indicava logo ao banqueiro quanto ele tinha a receber ou a pagar a cada indivíduo<sup>77</sup>. Este último livro, das contas-correntes, é que era peculiar aos banqueiros.

Os livros do *argentarius* tinham uma enorme autoridade em juízo. Não só faziam prova contra o comerciante ou em seu favor nas questões entre comerciantes, mas ainda faziam prova em seu favor contra simples particulares. Os seus registos faziam, pois, absoluta fé em juízo. Em consequência, não só se reclamava muitas vezes a sua presença em actos solenes para os autenticar, como ainda os contratos celebrados com eles revestiam uma forma especial. Eram simples contratos *litteris*, consistindo unicamente numa menção feita no *Codex* do *argentarius* com o consentimento do devedor. É até de notar que, na evolução do direito romano, de todos os contratos *litteris* é este um dos últimos, senão o último, a desaparecer.

Do estudo, a que temos procedido, pode-se inferir como conclusão, a natureza mista da profissão dos *argentarii*. Semelhantes aos Corretores nas compras e vendas em nome de terceiro, banqueiros no *receptum* e na colocação de capitais, cambistas na troca de moedas, eram ainda notários pela fé de que gozavam os seus registos e pela sua assistência aos actos solenes. Não há dúvida, contudo, que eles se podem considerar como os predecessores legítimos dos Corretores e por isso nos ocupámos deles com algum desenvolvimento.

---

<sup>76</sup> N. A.: Corresponde actualmente ao Caderno Manual dos Corretores.

<sup>77</sup> N. A.: Corresponde actualmente ao Protocolo dos Corretores.

Para terminar, lembraremos que Justiniano, ao efectuar as suas importantes reformas legislativas, concedeu aos *argentarii* numerosos privilégios. Entre outras disposições favoráveis, citaremos aquela, em virtude da qual o *mutuum* contratado com um *argentarius* vencia juros, ainda que não tivesse sido acompanhado da *estipulatio*.

## II. AS BOLSAS NA IDADE MÉDIA

Se na antiguidade se fizera já sentir a necessidade das reuniões de comerciantes, na Idade Média ainda mais se acentua a compreensão das vantagens que forçosamente resultam dessa união frequente e da concentração da oferta e da procura<sup>78</sup>. A Idade Média é a época clássica dos mercados e das feiras, cuja existência nos é revelada, desde o século v, em documentos franceses.

*“As festas de alguma importância, diz Sayous, atraíram numerosos e longínquos visitantes; consumidores, produtores e comerciantes aproveitavam-se dessa concentração momentânea para comprar aquilo de que necessitavam, vender o produto da sua actividade ou entregar-se ao tráfico; houve então, por um lado, os mercados quotidianos ou hebdomadários e, por outro lado, os mercados semestrais ou anuais”.*

Assim se estabeleceu nalguns países a distinção das feiras e dos mercados. Na Alemanha já no século xvi se chamavam feiras aos locais em que se exercia o grande comércio e mercados àqueles em que só se fazia o pequeno comércio.

A importância destas feiras, hoje por completo desaparecidas, era então verdadeiramente admirável.

---

<sup>78</sup> N. E.: Esta é uma das grandes justificações para a fusão entre as Bolsas locais e/ou regionais ocorridas em vários países europeus a partir do final da Primeira Grande Guerra, tanto mais que os progressos das telecomunicações e dos transportes eliminou a necessidade de se dispor de mercados centralizados perto dos investidores e das entidades emitentes. A reunião de duas Bolsas oferece a cada emissão os investidores das duas praças e porque isso traz liquidez, atrai ainda novos protagonistas anteriormente receosos de uma baixa liquidez.

*“Essas grandes reuniões comerciais foram, escreve BOUDON, os embriões das nossas Bolsas modernas. Eram os centros de troca do universo. Do extremo da Espanha e da Itália até aos confins do mundo conhecido, cada região aí trazia os seus produtos. Gozavam de franquias especiais, de privilégios numerosos, e duravam muitas semanas. Nenhum mercado contemporâneo, a não ser talvez o de Nidji, pode dar uma ideia dessas prodigiosas afluências de homens e de mercadorias”.*

Mais tarde, os mercados deixam de ser temporários e as cidades, onde o tráfico atinge uma regular importância, tornam-se centros permanentes de comércio.

Às *gildes* e corporações mercantis se deve na Idade Média a instituição de reuniões próprias de comerciantes. Já nos locais das feiras elas tinham sedes próprias, armazéns ou escritórios, em que importantes operações comerciais se podiam realizar com grande rapidez. Depois, nas cidades comerciantes, os negociantes tomam o hábito de se reunirem uma ou duas vezes por dia para combinarem as empresas referentes ao comércio interno ou externo, para as quais se costumavam juntar, e para se darem contas mutuamente do tráfico exercido em comum. Estas reuniões facilitaram a vigilância das autoridades competentes, dificultaram a fraude, garantiram a regularidade e imparcialidade das cotações e levaram à criação de princípios, que ainda hoje regem as Bolsas.

Data de então a proibição feita aos Corretores de se interessarem nas operações<sup>79</sup> que os seus clientes lhes confiam, a qual constitui uma das principais garantias de seriedade nas transacções de Bolsa, pois de outro modo fácil seria aos Corretores influírem nas cotações em seu proveito e, em vez de auxiliares dos seus clientes, tornar-se-iam seus adversários.

---

<sup>79</sup> N. E.: No âmbito dos mercados de Bolsa, hoje em dia usamos o termo Corretor num sentido genérico, indicando qualquer tipo de intermediário utilizado nas negociações nesses mercados, e, nesse sentido, alguns deles podem ser contraparte nessas compras e vendas. Mas num sentido restrito, um Corretor apenas pode negociar na Bolsa em nome e em representação dos seus clientes, sem poder comprar ou vender para proveito próprio. Enquanto nos primeiros a sua remuneração provem essencialmente de comprarem barato para de seguida revenderem mais caro, os segundos vivem apenas de uma pequena comissão que cobram aos seus clientes, tanto compradores como vendedores. Mas, a preocupação com a defesa dos clientes obriga cada um a declarar previamente qual a qualidade em que actua.

Outra disposição da mesma data e origem é a que declara expulso da Bolsa todo aquele que faltar aos seus compromissos. Também já neste tempo se acha estabelecido legalmente o princípio da unidade de hora e de local para essas reuniões, princípio eminentemente vantajoso porque concentra toda a oferta e toda a procura, garante pela concorrência a lealdade das transacções e facilita a vigilância necessária<sup>80</sup>.

Pouco mais tarde, o ofício de intermediário de Bolsa passa a constituir um ofício público, a fim de elevar mais a dignidade daqueles que o exercem e de melhor os subordinar à autoridade governativa.

A importância das operações de Bolsa, conquanto quase só restritas a mercadorias, torna-se tão grande que já no século XIV leva à fundação de mercados clandestinos!

Deste modo, portanto, a Idade Média avanta-se já consideravelmente à antiguidade no progresso crescente das instituições de Bolsa. Não são simples rudimentos e embriões, são Bolsas de comércio já definitivamente constituídas e organizadas, que a Idade Média oferece ao nosso estudo.

Segundo SAINT-YVES D'ALVEYDRE, esses mercados seriam apenas os vestígios duma vasta organização económica, ainda mal conhecida, que, desde a Idade Média, solidarizava os interesses dos comerciantes, dos financeiros e dos agricultores de toda a Europa. Essas *hanses* célticas (e não germânicas) teriam assim multiplicado os grilhões dum sindicato colossal indo de Novgorod ao mar Negro, passando por Bergen, Amsterdam, Dordrecht, Ostende, Antuérpia, Dunkerque, Hamburgo, Lubeck, Colónia, Londres, Calais, Ruão, Saint-Malô, Bordéus, Bayonna, Lisboa, Cádiz, Sevilha, Barcelona, Livorno, Messina, Nápoles, etc. A destruição dos Templários teria quebrado os laços dessa associação e as Bolsas modernas não seriam senão os anéis dispersos da prodigiosa cadeia económica rompida.

Não quisemos deixar de referir a interessante e arrojada concepção de D'ALVEYDRE, conquanto ela não logre encontrar ainda nos factos até hoje conhecidos confirmação suficiente. Mostra em todo o caso, o progresso que

---

<sup>80</sup> N. E.: *É esta a razão porque ainda hoje as pequenas emissões "listadas" nas Bolsas continuam a ser negociadas por leilão visto que cada um deles obriga a concentrar toda a atenção dos corretores num dado momento da sessão de Bolsa.*

as Bolsas já então ostentavam e a tendência para a solidariedade económica que elas acusavam.

Temos já indirectamente afirmado que nas Bolsas medievais não existiu o tráfico de valores. De facto, assim foi, mas tão pouco se restringiu somente às mercadorias. Além dos metais preciosos e da moeda, a letra de câmbio e outros papéis sobre o estrangeiro faziam objecto das transacções bolsistas.

A diversidade enorme de moedas então existentes dava uma grande importância aos cambistas que se encarregavam do seu tráfico. Mas, o que mais contribuiu para a animação dos mercados medievais, foi o aparecimento de letras de câmbio. Tal importância assumiu desde logo esse cómodo instituto, que deu lugar na própria Idade Média à formação de feiras destinadas especialmente ao seu comércio.

Nessas feiras reuniam-se os banqueiros portadores de títulos cambiários, representando compromissos assumidos por negociantes de diversas cidades, por vezes até extremamente distantes. O pagamento desses títulos só era exigível na própria ocasião da feira, onde a maioria dos compromissos assumidos pelos sacadores se liquidavam por compensações, que entre si efectuavam os banqueiros portadores dos títulos dos diversos interessados.

Fácil é de ajuizar a utilidade de tais feiras e a enorme facilidade que vinham trazer ao comércio, para a cómoda liquidação dos seus negócios.

No estudo histórico das Bolsas carecem estas feiras de especial referência, pois é nelas que pela primeira vez aparece uma reunião de negociantes tendo por único fim o comércio de títulos de crédito mobiliários. Nas praças de câmbio antigas se deve filiar justamente a origem das Bolsas de valores.

As feiras de câmbio não existem na actualidade, mas o nosso Código Comercial ainda se refere à letra a pagar em feira (art. 310º).

### **III. AS BOLSAS NOS TEMPOS MODERNOS**

Como vimos, na Idade Média a grande vida comercial concentra-se nas feiras, e só se esboça timidamente a constituição de reuniões comerciais com o carácter de Bolsas. Mas, gradualmente, a situação inverte-se e a decadência das primeiras contrapõe-se à expansão crescente das segundas.

A causa determinante desta transformação encontra-se no incremento tomado pela emissão de valores mobiliários. As necessidades dos soberanos levavam-nos a aumentar dia-a-dia as suas exigências de dinheiro. Além de um certo limite, só o crédito lhes pôde fornecer os recursos necessários; abriu-se então a era dos grandes empréstimos de Estado, que só fraccionados em pequenos títulos logravam encontrar colocação. A generalização destes títulos e, conseqüentemente, o maior número das transacções a seu respeito efectuadas, geraram então o comércio de fundos.

No século XVII a criação de vastas companhias coloniais, primeiro na Holanda e na Inglaterra e depois na França, lançando no mercado uma enorme porção de títulos mobiliários, veio dar um novo e fecundo impulso ao comércio de valores<sup>81</sup>.

No século XVIII o célebre LAW inventa o título ao portador, e, realizando assim o perfeito tipo do valor mobiliário, facilita e acresce sensivelmente o movimento das suas transferências.

Desde então, o comércio de letras e papéis sobre o estrangeiro diminui consideravelmente de importância, e é a troca de valores mobiliários que passa a constituir o principal elemento de animação nas Bolsas.

Por último, no decurso do século XIX, o assombroso florescimento das sociedades anónimas veio imprimir às Bolsas o cunho da grandeza e da influência que as assinala actualmente, e veio generalizá-las em todo o mundo. Nenhum centro importante de comércio, hoje em dia, deixa de possuir a sua Bolsa.

Mas, para podermos apreciar melhor estes diferentes graus de evolução, estudaremos a história das Bolsas separadamente nos principais países da Europa.

#### IV. FRANÇA.

No decurso da Idade Média, vários factores perniciosos vieram estorvar o progresso do comércio francês. As guerras incessantes, as lutas políticas e

---

<sup>81</sup> N. E.: *Será oportuno referir o papel inovador trazido pelo Marquês de Pombal quando promoveu a criação das companhias de comércio destinadas ao comércio com o Brasil com capitais que foram financiados com as primeiras Acções oferecidas no país.*

religiosas no interior do Estado, o regime férreo e opressor das corporações de artes e ofícios e as vexatórias exigências do fisco, tudo isso se coligava para manter o comércio num estado sensível de atraso. As condições da época davam, pelo contrário, notável realce ao câmbio ou comércio de moedas, um dos principais ramos da actividade económica de outrora.

Assim, vemos, já em 1304, Filipe-o-Belo instituir e regular um mercado de banqueiros e cambistas. Estabelecendo o princípio da unidade de local para as transacções cambiárias, veio esse édito animá-las de um impulso vivificador. Este mercado estabeleceu-se numa ponte, depois chamada Ponte do Câmbio, (*Pont-au-Change*), daí foi sucessivamente transferido para o pátio do Palácio da Justiça, para a célebre rua *Quincampoix*, para o Palácio de Soissons e finalmente, tendo já assumido um carácter oficial, para o grandioso edifício, onde se acha instalado<sup>82</sup>. É, pois, de 1304 que podemos fazer datar a origem da Bolsa de Paris.

Pouco a pouco criam-se mercados semelhantes nas principais cidades francesas, antes de 1549 em Leão, em 1549 em Tolosa, em 1566 em Ruão, em 1571 em Bordéus, em 1691 em Montpellier, etc<sup>83</sup>.

Até ao meado do século XVIII foram as letras o principal objecto das transacções bolsistas. Pelo contrário, depois dessa data, impera a troca de valores, e de 1716 a 1720, os negócios de Bolsa versam quase exclusivamente sobre acções.

Foi esta alteração devida ao célebre banqueiro JOHN LAW, que conseguiu fazer aceitar aos governantes franceses o seu célebre sistema de crédito. Em consequência, como é sabido, fundou-se o Banco Geral e depois as duas Companhias do Ocidente e das Índias.

As anedotas e as gravuras da época tornaram conhecida de todos a especulação desenfreada de que foram alvo os títulos dessas sociedades

---

<sup>82</sup> N. E.: Hoje já nem sequer se encontra instalado no chamado Palácio da Bolsa porque foi mais uma vez transferido. Com a automatização das negociações a contado na Bolsa de Paris, em meados da década de 1980, esta deixou o Palais Brongniart em 1987 na medida em que deixou de precisar de uma tão grande sala das sessões – o “parquet” foi substituído por um simples computador! Instalou-se então num comum edifício de escritórios ali perto, na Rue Cambon. Transitoriamente permaneceram ainda no Palácio da Bolsa as operações sobre Opções e a nova bolsa francesa de derivados – o MATIF.

<sup>83</sup> N. E.: As últimas Bolsas regionais francesas que se consolidaram em Paris estavam localizadas em Paris, Lyon, Bordeaux, Lille, Marseille, Nancy, e Nantes.



e a derrocada geral que se lhe seguiu. Para exprimir bem os excessos cometidos, basta dizer que esses títulos chegaram a ser negociados na rua *Quincampoix* por 36 e 40 vezes o seu valor nominal.

Desta medonha catástrofe financeira resultou talvez uma única vantagem: o progresso das Bolsas. Depois de 1720, a Bolsa engrandece e modifica totalmente a feição própria das suas transacções.

A este progresso comercial devia corresponder paralelamente um progresso legal. Tornava-se indispensável que a Bolsa deixasse de ser ao ar livre para se instalar num local apropriado, em que se conseguisse, por meio de uma cuidadosa vigilância, fazer imperar a boa-fé nas transacções. Alojou-se então a Bolsa no palácio de Soissons, e foi oficialmente reconhecida por um Alvará de 24 de Setembro de 1724.

Mas a impressão produzida pela derrocada do sistema de LAW e pelas façanhas da agiotagem nessa época não se apagou depressa. A Convenção francesa, em 1793, sugestionada pelos clamores que as ruínas devidas às especulações bolsistas despertavam, e habituada a resolver as dificuldades pelos meios extremos, resolveu suspender as reuniões de Bolsa não só em Paris, como em todas as cidades da província.

Para os excessos, que pretendia coibir a medida draconiana da Convenção, tinha aliás contribuído em grande parte uma reforma devida à própria Convenção: a concessão da absoluta liberdade de exercício da profissão de Corretor.

O encerramento da Bolsa foi, porém, inútil para remediar os males que tanto se deploravam. Criaram-se numerosas Bolsas clandestinas, em que as transacções eram ainda muito mais escandalosas de que na Bolsa antiga. Por isso, em 1795, a Convenção decidiu reabrir as Bolsas, tendo ao mesmo tempo promulgado uma lei severíssima tendente a reprimir a agiotagem. Era de tal modo absurda e excessiva a severidade dessa lei, que nunca chegou por esse motivo a ser aplicada. A agiotagem continuou portanto em liberdade, e de novo os seus excessos levaram a Convenção a decretar o encerramento da Bolsa, em Dezembro de 1795.

Compreendendo, porém, a necessidade das Bolsas, a Convenção tratou de promulgar várias leis tendentes a garantir a seriedade das suas transacções e, em 1796, reabriu-as novamente. Desde então, a Bolsa de Paris

tem funcionado sem interrupção. Mas é sobretudo no século XIX que se acentua brilhantemente o seu progresso. Para darmos uma ligeira ideia desse extraordinário incremento, bastará dizer que o número de títulos admitidos à cota oficial em 1820 era apenas de 15 e que em 1880 atingia já o numero de 853!

## V. INGLATERRA.

A fundação do *Stock-Exchange* liga-se à fundação do Banco de Inglaterra. Data esta última de 1694. As crises financeiras, que a Inglaterra sofreu nessa época, levaram esse banco recentemente estabelecido a aumentar desde logo em excesso a circulação fiduciária. Daí resultou uma crise monetária, porque o banco, não tendo os recursos líquidos necessários, não pôde pagar em espécies as suas notas. Estas, então, depreciaram-se, chegando a sofrer um desconto de 20%.

As alterações constantes do valor da moeda fizeram logo antever a possibilidade de um lucro a alguns negociantes, desde que especulassem com elas. Desenvolveram-se então as transacções sobre notas, que primeiro se realizavam no pátio do próprio banco e depois numa rua chamada *Change-Alley*.

Sendo ao ar livre, era esse mercado naturalmente acessível a todo o público e entre os seus frequentadores introduziram-se alguns indivíduos da pior espécie, que pela sua desonestidade acarretaram o descrédito geral da instituição. Em vão alguns comerciantes sérios pediram providências ao governo; este não os atendeu.

Decidiram então os principais comerciantes reunirem-se num local especial fechado ao público e, cotizando-se, procederam com esse fim à construção de um edifício apropriado. Deste modo, procurava-se simplificar a expedição dos negócios, eliminar da frequência da Bolsa os indivíduos de reputação duvidosa, e por meio de regulamentos severos atrair a confiança pública e garantir a boa-fé das transacções.

O edifício foi construído em 1801 e inaugurado em 1802. O local para ele escolhido chamava-se *Capel Court*, nome que a própria Bolsa conservou durante algum tempo.

Desde essa data, o *Stock-Exchange* progride rapidamente. Primeiro os empréstimos públicos exigidos pelas guerras incessantes, depois a constituição de numerosas e importantes empresas ferroviárias vieram fornecer novos elementos de actividade ao comércio de valores mobiliários.

Mais recentemente o lançamento de vários empréstimos externos, as ligações com o mercado dos Estados Unidos, que apenas entrados na vida económica se assinalaram desde logo pela sua prodigiosa actividade, as guerras modernas com os seus pavorosos encargos alargando as emissões, a formação de inúmeras empresas industriais e comerciais sob a forma de sociedades por acções e as especulações a que deram lugar as minas de ouro e de diamantes da África do Sul, tudo isso veio dar ao *Stock-Exchange* a importância colossal que hoje atinge. Em £8.788.316.406 (ou sejam 39.532.928:827\$000 reis) importava a soma nominal dos títulos cotados no *Stock-Exchange*, em 31 de Dezembro de 1902, segundo afirma CHEVILLIARD.

## VI. ALEMANHA.

Às *gildes* se devem as primeiras reuniões de comerciantes alemães, em que poderemos filiar a origem histórica das Bolsas. Dessas *gildes*, as mais importantes eram a do pano e da seda fundada em 1540, e a dos droguistas, mais recente, pois data do século XVII. As demais corporações agrupavam-se em redor de uma ou outra dessas *gildes* rivais e assim não só havia as costumadas assembleias dos membros das *gildes*, como ainda reuniões frequentes entre comerciantes, embora pertencentes a *gildes* diversas.

Já antes de 1696 essas reuniões tinham assumido uma relativa importância e, aperfeiçoando-se pela junção de intermediários especialmente encarregados de nelas fazerem as transacções, progrediram sensivelmente no decurso do século XVIII. De resto, pouco antes do começo desse século, em 1685, a revogação do édito de Nantes por Luís XIV, determinando uma grande corrente imigratória de protestantes de França para a Alemanha, fizera crescer notavelmente a importância da *gilde* do pano.

Em 1716, esta *gilde* transforma-se em *gilde* do conjunto de mercadores e comerciantes franceses e alemães. No acto oficial, que confirma os

privilégios da nova corporação, encontra-se pela primeira vez a menção de uma Bolsa de Berlim. Finalmente, em 1820, os Estatutos da corporação dos negociantes de Berlim dissolveram as duas antigas *gildes* e a corporação da Bolsa. Em consequência da nova organização comercial, publicou-se o Regulamento da Bolsa de 7 de Maio de 1825, que constitui a primeira carta orgânica, de carácter official, da Bolsa de Berlim. Posteriormente, tem sido este Regulamento modificado por vários diplomas legais.

Mas tão importantes, se não mais do que a própria Bolsa de Berlim, foram as Bolsas de Francfort do Meno e de Hamburgo, acerca de cuja história daremos por isso também algumas indicações.

A grande importância comercial de Francfort do Meno data da proclamação da autonomia da Holanda, tendo sido a sua Bolsa fundada nos primeiros anos do século XVII.

Os comerciantes de Hamburgo constituíram entre si desde remotas eras várias sociedades, cujos membros frequentemente se reuniam. Em 1558, a edilidade de Hamburgo ofereceu ao corpo comercial um terreno, para que nele construísse um edifício, onde todos se pudessem reunir e tratar dos seus negócios. Aceite a oferta, procedeu-se à construção da Bolsa, que foi inaugurada em 1560.

## VII. NOUTROS PAÍSES

### Bélgica.

Já anteriormente nos referimos à Bolsa de Bruges, uma das mais antigas da Europa, que deu o nome a essa instituição. No século XVI, a hegemonia comercial de que até então gozara essa cidade passou para a cidade de Antuérpia. Em consequência, a Bolsa de Bruges transferiu-se, em 1530, também para Antuérpia. Actualmente a principal Bolsa belga é, porém, a de Bruxelas, conquanto de origem mais recente.

### Holanda.

A especulação na Holanda é muito antiga. Foi mesmo este o primeiro país onde ela atingiu uma certa importância, o que em grande parte foi

devido à acção dos numerosos judeus que para lá se dirigiram, quando expulsos de Espanha (1492) e de Portugal (1496).

Este facto é mais um testemunho eloquente da incapacidade dos governantes de então, que com tão bárbara e antipática medida vibraram um profundo golpe à nossa importância comercial. A benéfica influência, que os hábeis comerciantes judeus exerceram na prosperidade económica dos Países-Baixos, demonstra irrefutavelmente as vantagens que para o nosso país poderiam ter resultado da sua conservação entre nós<sup>84</sup>. A Bolsa de Amesterdão data de 1608, e já no século XVII se assinalava pelo seu movimento e importância.

### Itália.

Em todas as cidades italianas mais importantes existiram desde o século XII mercados e *loggie*. As Bolsas italianas são, porém, todas de origem muito recente, visto que a mais antiga foi fundada na Toscana em 1808.

### Áustria.

A Bolsa de Viena é também recente, pois data de 1771.

## BIBLIOGRAFIA

BÉBARRIDE – Ob. Cit.

BOUCHÉ-LECLERQ (A.) – *Manuel des institutions romaines* – Paris 1886 – Hachete et C.<sup>ie</sup>

BOUDON (Georges) – *La bourse et ses hôtes* – Paris, 1896. – Felix Ciret e Pedone.

*La bourse anglaise* – Paris, 1898. – Pedone.

BOZERIAN – Ob. cit.

BURIAT – Ob. cit.

CHEVILLIARD (G.) – *Le Stock-Exchange* – Paris. – Boyveau et Chevilet, 1904.

COURTOIS – Ob. cit.

---

<sup>84</sup> N. E.: Vem a propósito referir o caso de *Joseph de la Vega*, um judeu sefardita que terá transitado por Portugal na sequência da expulsão da sua família de Espanha pelos Reis Católicos e que, residente em Amesterdão, escreveu em castelhano um famoso texto explicativo dos negócios realizados em Bolsa: “Confusão das Confusões”, datado de 1688.

- FRANCHI (Luigi) – *Manuale del diritto commerciale italiano* – Vol. I – Torino, 1890. – Unione tipografica editrice.
- GIRARD (Paul Frédéric) – *Manuel élémentaire de droit romain* – Paris, 1898. – Arthur Rousseau.
- GRÜNHUT – Ob. cit.
- MARGHIERI (Alberto) – *Il diritto commerciale italiano esposto sistematicamente* – Vol. I – Napoli, 1886. – Ricardo Marghieri di Gius.
- MARQUARDT (Joachim) – *De l'organisation financière chez les romains* – T. x du *Manuel des Antiquités romaines* par Théodore Mommsen et Joachim Marquardt, traduit par Albert Vigie – Paris, 1888. – Ernest Thorin.
- PETIT (Eugène) — *Traité élémentaire de droit romain* – Paris, 1895. – Arthur Rousseau.
- PICCINELI – Ob. cit.
- PROUDHON (P. J.) – *Manuel du spéculateur à la bourse* – Paris, 1857. – Garnier frères.
- RAFFALOVICH (Arthur) – *Bourse* – apud: *Nouveau Dictionnaire d'économie politique* publié sous la direction de Léon Say et de Josef Chailley – Vol. I – Paris, 1900. – Guillaumin.
- SAY – Ob. cit.
- SAYOUS – Ob. cit.
- SUPINO (David) – Ob. cit.
- THALLER – Ob. cit.
- VIDAL (Emmanuel) – *Bourse des valeurs mobilières* – apud: *Dictionnaire du commerce, de l'industrie et de la banque*, publié sous la direction de Yves Guyot et de A. Raffalovich – Paris. – Guillaumin et C.
- Waldmann – Ob. cit.

## **CAPÍTULO II**

### **HISTÓRIA DAS BOLSAS EM PORTUGAL**

#### **SUMÁRIO:**

- I. – Antiguidade. Espanha Grega, Romana e Goda.
- II. – Monarquia portuguesa: a) As Feiras e os Mercados.
- III. – b) As Bolsas e os seus precedentes.
- IV. – c) Os Corretores

#### **I. ANTIGUIDADE. ESPANHA GREGA, ROMANA E GODA**

Conquanto a Bolsa no seu presente aspecto seja entre nós de origem relativamente recente, é certo que vamos encontrar os primeiros precedentes da sua evolução histórica nas mais remotas eras.

Sem falar dos iberos, dos celtas ou dos ligures, acerca de cujo comércio a escassez de elementos históricos nada nos permite descortinar, encontramos já na Espanha grega práticas que representam realmente inícios de transacções bolsistas. Os trapezitas gregos trouxeram-nos consigo a prática dos bancos, das contas-correntes com os seus clientes, dos cheques, das livranças, talvez das letras e enfim, no dizer de PEREZ PUJOL, de quase todas as operações de Bolsa e de crédito do nosso tempo. Algumas vezes ajuntamentos, a que davam aso as festas religiosas, eram pretextos para feiras e transacções comerciais, tendo ficado célebre, entre outros, o mercado que junto do templo da deusa Artemisa se costumava fazer por ocasião das festas em sua honra.

Na Espanha romana existiram naturalmente, como em todo o império, os *argentarii*, favorecidos aí pela menor opressão do poder imperial a que estavam sujeitos, mas prejudicados na expansão da sua vida mercantil pelas violências dos rudes germânicos. Se, porém, a rudeza destes diminuiu a segurança com que operavam as suas transacções, não foi tão retrógrada que levasse à sua completa extinção. Tudo leva a crer, com efeito, que os *argentarii* tenham persistido sob o domínio godo.

Assim vamos encontrar no Breviário de Alarico algumas disposições das Institutas de Gayo, que falam das transferências de contas que se podem efectuar nos livros dos *argentarii*, quer mudando o título ou a causa da dívida, quer mudando a pessoa do devedor, o que dá lugar em qualquer dos casos à obrigação contraída por um terceiro, como vimos ser usual entre os *argentarii*, de pagar ao credor por conta e em lugar do devedor. Ainda nas Sentenças de Paulo, no Código Teodosiano, e nos fragmentos do Código Gregoriano, transcritos no Breviário, se faz referência às contas dos *argentarii* como coisa trivial e corrente.

O *Fuero juzgo* regula em especial o valor de prova dos livros dos *argentarii*. Não lhes concedendo, como as leis romanas, a força de fazerem fé plena em juízo, equipara apenas a prova deles extraída à prova de um documento escrito.

De outra disposição do *Fuero juzgo*, que proíbe o *colybio*, a remuneração percebida pelo câmbio do ouro, se vê ser habitual a troca de moedas efectuadas pelos *argentarii*. Segundo parece, em todos os mercados tinham mesas apropriadas, nas quais realizavam importantes trocas de moedas.

Mas não só podemos afirmar a existência dos *argentarii* na Espanha goda, como ainda a sua persistência até ao domínio dos Árabes. É o que nos demonstra o PACENSE ou ANONYMO DE CORDOVA, quando diz que Musa os encarregou de experimentarem as moedas de ouro e de prata, que levou consigo de Espanha.

Também na Espanha goda encontramos, como em toda a Europa dessa época, as Feiras e Mercados, elemento poderoso da união da classe comercial e que, como tal, pode ser justamente tido como uma forma inicial das Bolsas. Os documentos dessa data referem-se às feiras e mercados, aos cataplos e telónios<sup>85</sup>.

---

<sup>85</sup> N. E.: Segundo Kubov Chernina em revista SEFARAD, vol 69:1, Jan-Jun 2009, páginas 7 a 24: "The term *cataplos* itself is polysemantic and permits different interpretations. It is derived from the Greek word *κατάπλους*; Late Empire Latin kept its original Greek meanings: "arrival of ships",



Das feiras pouco se sabe, mas deviam ter uma organização muito semelhante à das feiras francesas do mesmo tempo. A existência do *cataplo* é-nos atestada pela Colecção dos cânones do 16º Concílio de Toledo e pelo *Fuero juzgo*, que numa das suas leis o considera como o lugar onde se exerce o uso de comerciar, donde se faz o comércio através dos mares:

*“Aos que crêem ... na verdadeira fé ... será em todo o caso lícito dirigirem-se, na sua actividade comercial, ao cataplo... Mas já os que se obstinam na falsa fé [i. e. os judeus]... não ousem sequer no cataplo apresentar-se, para fazer comércio ultramarino com outrem”*

(Ley 18, Egica, Liv. 12, Tit. 2º)<sup>86</sup>.

O telónio, segundo SANTO IZIDORO, era o lugar em que se pagavam os fretes dos navios e os salários dos marinheiros. Escrevia o santo historiador “...*Sicut et telonium dicitur, ubi merces navium et nautarum emolumenta redduntur*”.

Tinham já estas agregações comerciais o carácter de institutos públicos ou mais precisamente municipais, característica especial que, como veremos, acompanha as Bolsas portuguesas em todas as fases da sua antiga evolução. Com efeito, além dos exactores incumbidos de taxar os preços das mercadorias e de cobrar o *vectigal*, o imposto sobre as compras e vendas, havia funcionários municipais que nelas dirigiam a polícia. Eram os defensores e curadores das cidades, a cargo dos quais as Fórmulas de Cassiodoro nos revelam claramente estarem entregues tais funções.

Tanto nos *cataplos* e *telónios*, onde se exercia o comércio por grosso, como nos mercados propriamente ditos em que se exercia o comércio a retalho, era costume haver, como dissémos, as mesas do *argentarii*; aí se efectuavam as trocas das moedas e o que poderemos chamar as operações de crédito.

A ideia da especulação, de comprar barato para revender mais caro, que caracteriza um grupo importante das operações da Bolsa, já não era também

---

*“disembarkation”, “landing-stage”. These are coupled with extended meanings, such as “warehouse” and “market.” Sometimes cataplo is even interpreted as a vessel or a whole merchant fleet”.*

<sup>86</sup> N. E.: *agradecemos ao Prof. Delfim Leão da Faculdade de Letras da Universidade de Coimbra a seguinte tradução interpretativa: Aos que crêem... na verdadeira fé... será em todo o caso lícito dirigirem-se, na sua actividade comercial, ao cataplo... Mas já os que se obstinam na falsa fé [judeus?]... não ousem sequer no cataplo apresentar-se, para fazer comércio ultramarino com outrem.*

desconhecido pelos nossos tão remotos predecessores. Os cânones dos Concílios de Tarragona e 2º de Braga proíbem aos clérigos a prática de tais contratos, o que claramente indica ser o seu exercício livre para os leigos.

Portanto, já na Espanha goda encontramos os antecessores:

- dos Corretores – os *argentarii*, das Bolsas
- os mercados-feiras, cataplos e telónios
- e das próprias operações de Bolsa, até das meramente especulativas!

## II. MONARQUIA PORTUGUESA:

### A) AS FEIRAS E OS MERCADOS

Evidenciadas as vantagens e generalizado o uso das feiras e mercados, natural era que a sua tradição se não perdesse e que, desde os primeiros anos da nossa monarquia portuguesa, se encontrassem delas vestígios. De facto assim sucede.

A feira mais remota, a que se encontra referência num documento escrito, é a de Ponte de Lima, de que fala o seu foral datado do ano de 1125. Já então se revela o desejo dos legisladores de fazerem progredir essas feiras e, portanto, a convicção esclarecida das vantagens delas.

Assim é que no dito foral se comina uma multa especial contra os indivíduos que causarem qualquer dano aos comerciantes que concorram à feira. À segurança, base na verdade fundamental do progresso comercial, se dirige, como era natural em tão atribuladas épocas, as primeiras medidas económicas do nosso primeiro soberano.

O foral de Melgaço, de 1181, revela a existência de uma feira nessa cidade e o de Souto de Panoyos, de 1196, refere-se a uma feira do Contentim de bastante importância, ao que parece, e que se realizava na província de Trás-os-Montes; igualmente se pode afirmar a existência de um mercado em Coimbra já no reinado de D. Afonso I.

De um modo geral, em todos os forais do tipo do foral de Ávila e de que, entre nós, o de Évora de 1166 é o mais antigo de que há conhecimento, se estabelecem medidas tendentes a garantir a segurança dos mercadores e que

levam a crer que, já no século XII, o uso das feiras se havia generalizado a todo o território português.

Em vista de preceitos encontrados em vários documentos coevos, afirma o SR. GAMA BARROS essa conclusão, que o estudo das tradições anteriores vem, a meu ver, robustecer com nova força.

Para o estudo das feiras no princípio do século XIII escasseiam os documentos, mas em compensação os raros conhecidos fornecem-nos já algumas indicações mais precisas acerca das condições em que elas se faziam. Basta citar o foral de Vila Nova, de 1205, que manda fazer a feira aos Domingos, de quinze em quinze dias, concedendo certas imunidades a todos os que a ela viessem. Como se vê, os documentos legislativos continuam sempre a procurar ampliar a concorrência dos feirantes e mercadores.

Mas além da feira ou mercado, que se realizava em dia certo, com intervalos periódicos, havia nessa época o chamado açougue, que se fazia todos os dias. Aí, além da venda da carne, do peixe e de outros géneros indispensáveis, negociava-se ainda com várias mercadorias.

Curioso é também notar o carácter monopolista tanto das feiras como dos açougues. Com efeito, constituíam ambos um monopólio, que ora pertencia ao senhor da terra, ora ao rei ou ao grémio municipal; em qualquer dos casos só nos recintos pertencentes ao respectivo titular se podia comerciar. Porventura, nesta medida aparentemente tirânica e sem dúvida inspirada por um critério tão egoísta como seria o de aumentar e garantir os proventos do fisco, se encontra a origem do princípio da unidade, que na legislação moderna só na Bolsa permite realizar um certo número de transacções.

Uma loja da coroa, já existente em Lisboa ao tempo de D. Afonso I, transformou-se, segundo parece, no reinado de D. Afonso II, dando assim origem a um mercado real, que nessa data existiu na dita cidade, conforme o atestam insuspeitos documentos. D. Afonso III, referindo-se a esse mesmo mercado, determinou que fosse semanal e que se realizasse numas casas junto à alcáçova real, cobrando o rei por elas uma certa renda. Não foram tais inovações do agrado do concelho de Lisboa, que reclamou contra elas. A esses agravos respondeu o Rei, em 1279, que a feira se não fizesse nessas casas, não sendo ninguém obrigado a lá ir ou a tomá-las de arrendamento,

mas sim, uma vez por semana, no lugar da cidade que mais conviesse “*como foi costume do meu pai e do meu avô*”.

Duplamente interessante é este facto, que por um lado revela a antiguidade desta feira de Lisboa e por outro lado acusa o gérmen de duas tendências opostas, que mais tarde se manifestam com mais clareza por parte dos reis e concelhos. Para os primeiros a feira é muitas vezes uma fonte de receita e, se alguns favores, que lhes concedem, são na verdade destinados a favorecer o comércio, a maioria deles visam ao aumento dos seus rendimentos, consequência natural do aumento de transacções nas feiras. Para os concelhos, cujos membros dirigentes saíam ordinariamente da classe comercial, dá-se o contrário, a sua simpatia pelas feiras tantas vezes manifestada é na realidade sincera e somente orientada em favor da prosperidade mercantil.

Um outro facto da época mostra a mesma oposição de interesses. Em 1259, D. Afonso III introduziu algumas modificações nos direitos que se cobravam habitualmente no açougue de Coimbra. Logo o concelho acudiu com as suas queixas, a que o monarca deu pronta satisfação, mandando restabelecer por uma nova provisão os usos seguidos no tempo de D. Sancho I e D. Afonso II.

Ao que parece, porém, ainda os desejos do conselho não foram por essa vez plenamente realizados, pois, em 1259, reuniu-se o dito conselho para a decisão do caso<sup>87</sup>. Neste campo, pois, como em todos os mais, a fortíssima organização municipal, que constitui uma das mais puras glórias da nossa Idade Média, estendia solícita o seu manto protector, e à sua intercessão poderosa e salutar deviam os munícipes a riqueza e a felicidade, que a avareza ou a violência dos monarcas por vezes vinham pôr em risco.

Mas, do mesmo facto que narrámos, se tiram outros ensinamentos interessantes. Na reunião do conselho de Coimbra realizada, como dissemos, em 1269, deliberou-se estabelecer uns preceitos, de harmonia com os quais deveria o rei organizar as feiras. Do estudo destes preceitos deduz-se o carácter rigoroso de unidade ou de monopólio, que assinalava as feiras de então. Tão longe ia a preocupação centralizadora que até se estabeleceu a obrigação

---

<sup>87</sup> N. E.: Deve haver aqui um engano do autor, a crer na data indicada no parágrafo seguinte. Deve ser 1269 e não 1259.

de os feirantes se alojarem numa determinada estalagem: a estalagem do Rei! Neste ponto o município condescendia claramente com os desejos dos reis, que tinham nessas estalagens apenas mais um elemento da sua receita fiscal.

Notável é também a transformação, que já nos meados do século XIII se vai dando com respeito aos açougues, os quais tendem cada vez mais a assumir um carácter fiscal.

D. Afonso III, educado na Flandres onde o comércio era já tão próspero, não podia deixar de sofrer a influência do que na sua longa estada nesse país tivera ocasião de apreciar. Por isso, tratou ele de instituir em Portugal numerosas feiras e mercados. Pela sua importância e pelos valiosos privilégios que lhe foram concedidos em 1250, merece referência especial a feira da Covilhã. Dispôs D. Afonso III, que os negociantes, que concorressem a essa feira, não pudessem ser presos por razão de dívidas durante o prazo de 30 dias, a contar do 8º dia anterior à feira, salvo se as dívidas tivessem sido nela mesmo contraídas. Para garantir a segurança dos feirantes, dispunha ainda o monarca que todo aquele que os maltratasse tivesse de pagar 6.000 soldos ao rei e 12.000 ao lesado. Como vemos por este exemplo, procura-se sempre aumentar a concorrência aos mercados e, para esse fim, às garantias de segurança pessoal acrescentam então as garantias de imunidade pelos compromissos materiais assumidos.

O certo é que já no século XIII foram numerosas e importantes as feiras portuguesas, pois a abundância de documentos da segunda metade do dito século, que a elas se referem, mostra bem o incremento que tiveram.

Mas não nos devemos todavia iludir com essa aparente prosperidade comercial. Muito bem diz COELHO DA ROCHA:

*“... porém a divisão do país em pequenos distritos, a variedade dos forais, a frequência das portagens, a falta de segurança e a dificuldade das comunicações eram para o comércio interno estorvos quase insuperáveis, para o que deviam concorrer também muito as frequentes alterações da moeda a que os soberanos recorriam nas necessidades públicas, já alteando-lhe o valor, já batendo-a com liga ou diminuição do peso, o que julgavam poder fazer por direito senhorial: erro a que os povos se opuseram constantemente, chegando a sujeitar-se a fortes derramas para o evitar; mas que muitas vezes não puderam conseguir”.*

Eram pois os mercados e as feiras que constituíam entre nós, como em toda a Europa nos séculos XII e XIII, a forma de agregação comercial. O esclarecido rei D. Dinis foi entre nós o primeiro que estabeleceu algumas feiras francas, de entre as quais a mais afamada foi a de Lamego. Esta medida deu ao comércio nacional um valoroso impulso e, se mostra bem a importância crescente das feiras, prova também a elevada orientação deste rei. Nessa época, em que tanto apego demonstravam os monarcas à crescente produtividade dos tributos, é na verdade digno de pasmo e de incondicional louvor um rei, que sacrifica os seus lucros pessoais aos interesses do comércio, que o mesmo é dizer aos interesses do país.

De resto, nesta época, já as feiras se generalizam por todo o reino, aparecendo até em terras de secundária importância. Foi esse progresso devido, em grande parte, à intervenção do rei. Cada concelho nesse tempo, em que se pode dizer que o espírito municipal predominava sobre o espírito nacional, tratava unicamente dos seus interesses, sem em nada se importar com os prejuízos, que do seu proceder pudessem advir aos conselhos vizinhos. Exigia-se, pois, uma intervenção superior unificadora, que, contemporizando com os interesses de uns e de outros, regulasse o estabelecimento das feiras para bem e a contento de todos. Esta função foi exercida pelo rei e por isso se compreende a subordinação aparentemente excessiva, a que, mesmo em matéria de feiras, estava sujeita a iniciativa concelhia. Com efeito, não só é pelas cartas de foro ou por diplomas especiais, em que o rei sempre intervém, que se decreta o estabelecimento das feiras, como ainda, para a sua celebração, é frequentes vezes reclamada a prévia autorização régia. Nota-se até este facto para as feiras semanais, que, pela sua frequência e menor importância, parece que deveriam gozar de mais autonomia.

Além de semanais, há exemplos de feiras mensais, quinzenais, semestrais, trianuais e anuais. Nas terras em que havia feiras de alguma destas categorias, aconteceu frequentemente estabelecer-se além delas a reunião de feiras doutras categorias. Assim, no século XIV, criaram-se de novo feiras mensais em Trancoso, Vila Boa de Montenegro, Trevões, Freixo de Espada à Cinta, Vouzela, etc.; quinzenais em Monção e Prado, anuais em Santarém, Moura, Gaia, Monsanto, etc.

Entre uns e outros concelhos deixa-se, em regra, absoluta liberdade de tráfico, podendo os habitantes de cada concelho concorrer de preferência à feira dele ou à de qualquer outro. Estranha é por isso a disposição especial que, concedendo ao concelho de Viana licença para ter feira quinzenal, dispôs que os seus moradores concorressem a ela e não a qualquer outra, sob pena de incorrerem numa multa de 60 soldos.

Não só em número, porém, como também em isenções e privilégios cresceram as feiras durante o século XIV.

Além das medidas especiais de protecção, tendentes a garantir a in- violabilidade da pessoa e bens dos mercadores que concorressem à feira, já vimos também no século XIII conceder-se-lhes por vezes uma relativa imunidade pelas consequências de dívidas anteriores. Nos casos extremos, que se vulgarizam mais no século XIV, chegava-se a isentar de penhora por qualquer dívida, não contraída na feira ou que nela houvesse obrigação de pagar, os negociantes, enquanto estavam na feira e na ida e vinda dela. Agora, acresce a tudo isto, a isenção de encargos fiscais nas feiras francas.

Mas há sobretudo alguns casos, em que os favores dos monarcas não só se ampliam consideravelmente, como revestem para o nosso estudo um interesse especial. É quando se trata de promover o progresso da população num lugar ou vila e para esse fim se institui nele uma feira. Tamanha é já então no conceito geral a importância das feiras, que o seu estabelecimento se considera um factor poderoso do progresso de uma cidade. À prosperidade da feira corresponde paralelamente a prosperidade da localidade da sua sede e por isso os governantes procuram, com rasgadas concessões, promover a primeira, conscientes de que a segunda a há-de acompanhar. Exemplos notáveis nos fornecem, no século XV, as feiras de Miranda do Douro e de Bragança.

Para esta última legislou-se em 1455. Concederam-se, em primeiro lugar, valiosas imunidades aos seus frequentadores. Assim se determinou, que durante ela não poderiam os comerciantes ser demandados, acusados ou presos por qualquer crime, salvo quando tivesse sido cometido em Bragança e seu termo, ou na própria feira. Quanto às dividas, não só se estabeleceu a isenção de prisão, como já vimos suceder em outros casos, mas foi-se ainda mais longe; permitindo-se aos credores procederem contra os seus

devedores, proibiu-se-lhes terminantemente que fizessem represálias ou penhora nas pessoas ou bens dos mercadores que viessem à feira. A estes se concedeu também que andassem em cavalgaduras com sela e freio, que trouxessem armas e que as suas bestas nunca pudessem ser embargadas nas cargas que transportassem; dispôs-se ainda que não pudessem ser compelidos a prestar qualquer serviço público na ida e vinda da feira ou durante ela. Por último, estatuiu-se que os corregedores e meirinhos nunca fossem à feira em correição.

Tão importantes privilégios carecem sobretudo de ser analisados à luz dos princípios que regiam a sociedade quinhentista. Só então poderemos ver bem a generosidade com que os reis procediam, e ter em justa conta o valor das suas permissões, porquanto algumas há, que, supérfluas ou ridículas segundo os costumes actuais, constituíam para o espírito da época extraordinários favores. A quebra de um privilégio em favor de uma classe social inteira é sempre um facto de nimia importância, e bem grande devia ser a boa influência económica das feiras para que, a troco das suas vantagens, se consentisse na infracção de normas, que eram o substrato fundamental de toda a sociedade de então.

Tão longe ia a influência comercial, que até dominava por vezes o poder quase onnipotente do preconceito religioso. Assim, tomando-se algumas novas disposições para a feira de Miranda do Douro em 1476, estipularam-se em favor dos judeus liberdades e privilégios iguais àqueles de que gozavam os cristãos. Facto talvez único na época, esta completa equiparação jurídica de membros de tão opostas confissões religiosas traduz também de um modo claro a primacial importância que o hábil e astuto judeu já havia assumido na classe comercial.

Mas a prosperidade das feiras, tão notável nestas idades remotas, não se conservou até aos nossos dias. No decurso dos séculos XVI, XVII e XVIII, a expansão e o predomínio do comércio estável e fixo geraram naturalmente a sua decadência. Contudo, foram ainda frequentes e bastante animadas, salientando-se pela sua maior importância as de Viseu, Évora, Lamego, Golegã e Peso da Régua.

Actualmente as feiras, em que quase exclusivamente se negociam géneros agrícolas, gado e utensílios de lavoura, têm uma importância diminutíssima



em comparação com o comércio geral. Constituindo as Bolsas de mercadorias nos tempos antigos, as feiras são substituídas hoje pelas Bolsas neste aspecto e a facilidade de comunicações, permitindo a concorrência aos centros comerciais fixos, torna quase inútil a sua realização. Deste modo, na evolução das feiras em Portugal, como em todos os países, se podem distinguir duas curvas sucessivas e opostas: uma de progresso crescente, desde a fundação da monarquia até ao século XVI, outra de decadência gradual, desde então até hoje.

Como foram as primeiras antecessoras das Bolsas de mercadorias, a elas nos referimos com certa largueza na análise das suas antigas formas; não tendo importância, porém, hoje, sob o ponto de vista que nos interessa, não carecemos de alongar mais o seu estudo. Vejamos, pois, como entre nós surgiram e se transformaram as Bolsas actuais.

### **III. B) AS BOLSAS E OS SEUS PRECEDENTES**

As Bolsas não apareceram desde logo constituídas com as características que hoje possuem, nem a um precedente único podemos ir autorizadamente filiar a sua origem inicial. Há, porém, vários factos e institutos que justamente se podem considerar ligados ao longo processo de evolução que terminou na complexa organização das Bolsas contemporâneas e que nos cumpre agora estudar.

Nos séculos XII e XIII não havia Bolsas propriamente tais, mas com esse nome existia já entre nós uma instituição, cuja data originária é impossível determinar, mas que remonta sem dúvida aos primeiros séculos da monarquia, pois mais tarde, como veremos, tanto D. João I como a Câmara do Porto, ao referirem-se a ela, a dirão muito antiga.

Idêntica no nome, era, porém, essa Bolsa fundamentalmente diversa das Bolsas actuais na sua natureza e no seu fim. Era uma verdadeira Companhia de Seguros e a sua tão longínqua existência entre nós permite-nos reivindicar com vaidade a primeira iniciativa de uma empresa de seguros comerciais.

Descrevendo a sua organização, diz ARNALDO GAMA:

*“A Bolsa do comércio do Porto era uma verdadeira corporação de negociantes, uma verdadeira associação comercial, que se regia por certas leis ou regimentos e era administrada por um certo número dos seus membros, presididos por um a que chamavam juiz da Bolsa.*

*O seu fim principal era a acumulação de um fundo ilimitado, para o qual contribuíam todos os negociantes da praça com um certo imposto lançado sobre o comércio de importação e exportação. Este fundo, além de outros fins, servia para pensionar qualquer comerciante que caísse na miséria, e sobretudo para salvar da ruína aqueles a quem um desastre imprevisto causasse prejuízos de que ela podia resultar. Provada a irresponsabilidade do prejudicado, e o puro acaso do acontecimento que produzia a perda, o negociante recebia da Bolsa comum um subsídio, e reabilitava-se para continuar as suas especulações. Este benefício, porém, não lhe era concedido sem o caso ser rigorosamente apreciado pelo juiz e pelo tribunal da Bolsa, ou direcção, como hoje se diria, a cuja ordem somente o tesoureiro pagava a soma que tivesse sido arbitrada como suficiente para reparar o dano”.*

Era, sobretudo, para fazer face aos riscos marítimos que a Bolsa utilizava os seus recursos. A pirataria e a falta de segurança internacional expunham nesse tempo a navegação a constantes e inevitáveis perigos. Contra eles não havia outro recurso a empregar senão a união e o auxílio mútuo, sem os quais nenhum comerciante, por mais abastado que fosse, poderia resistir a uma série de desastres fortuitos. Assim o compreenderam e muito bem os inteligentes negociantes do Porto, instituindo a sua Bolsa.

Mas, se ao seguro marítimo se aplicavam de preferência os recursos dela, é certo que a sua missão era bem mais vasta, como claramente o atesta a descrição de ARNALDO GAMA. Era uma perfeita associação comercial que, aplicando os salutareos princípios da união, muito aumentava a valia e o poder da classe comercial. É sob este aspecto que a Bolsa do Porto principalmente nos interessa. Constitui sem dúvida entre nós a primeira colectividade comercial organizada com relativa perfeição, e também nela se pode encontrar um precedente da Bolsa moderna. As reuniões dos seus membros deviam com efeito dar lugar amiudadas vezes à celebração de

valiosas transacções. Por todos estes motivos, ao estudo da sua história dedicaremos sempre a nossa especial atenção.

FERNÃO LOPES pretende atribuir a D. Dinis a iniciativa da criação de duas Bolsas comerciais (na antiga acepção da palavra), uma em Lisboa e outra no Porto. Porém, os modernos investigadores refutam estas afirmações do cronista e, como dissemos, segundo PINHEIRO CHAGAS e ARNALDO GAMA essas Bolsas já existiam nos primeiros séculos da monarquia.

Fundam-se eles sobretudo numa passagem da carta de D. João I, de 1387, que diz “... *o concelho e homens boões dessa cidade (do Porto) nos enbiaron dizer que nos tempos dos Reys nossos antecessores ouve na dita cidade ordinbada Bolsa de certos dinheiros...*”, e ainda no acórdão da Câmara do Porto, de 24 de Janeiro de 1402, que, restabelecendo a Bolsa, recordava com entusiasmo a sua antiga origem e os grandes benefícios que se deviam a essa instituição secular.

Segundo PINHEIRO CHAGAS, a afirmação de FERNÃO LOPES deve ser entendida de um modo mais restrito, parecendo que D. Dinis se limitou a criar uma Bolsa em Lisboa e fez entrar nela as suas galés. Um documento interessante publicado por JOÃO PINTO RIBEIRO parece justificar na verdade a conclusão do ilustre historiador.

Trata-se de uma Carta de D. Dinis, de 1301. Aí se diz que os mercadores do reino entenderam fazer entre si uma postura, segundo a qual todos os barcos que levassem carga para portos estrangeiros deveriam pagar uma certa quantia proporcional à sua tonelagem.

Quanto à aplicação desse fundo diz a Carta:

*“... E esto fazem esses mercadores, per razom que quando alguïns negocios, assy em Frandes, como em cada huma das outras terras, que segam seus preitos, e seus anegocios, e façam despezas desse aver, e outrossy pera aquellas causas, que elles virem que seera aproveitamento e honra da terra”.*

Pediram portanto ao Rei os mercadores, que aprovasse esta postura e impusesse uma multa aos que a ela contraviessem, o que o Rei satisfez por esta carta.

Parece também que no reinado de D. Dinis existiu uma corporação que abrangia todos os mercadores do reino, regendo-se por estatutos que eles

estabeleciam e que o rei aprovava. Esta corporação era tão rica, que mantinha em Flandres uma bolsa de 100 marcos de prata, tendo no reino uma soma igual, se não maior.

Ambas se destinavam a fazer face aos encargos trazidos pelos pleitos, embargos, apresamentos e mais embaraços, com que lutava o trato mercantil. A provisão de D. Dinis que aprovou esta corporação, tem a data de 10 de Maio de 1293. À acção dessa corporação se poderá razoavelmente atribuir a iniciativa a que se refere a mencionada carta régia de 1301.

Além disso, notaremos que, nas confrarias do tempo de D. Dinis, pretendem alguns autores, como o Sr. Dr. REIS, encontrar o gérmen das actuais instituições bancárias.

No reinado de D. Pedro I instituiu-se nas Cortes d'Atouguia, de 1376, uma caixa de seguros marítimos, também chamada Bolsa, que tinha por fim indemnizar os proprietários de navios de mais de 50 toneladas quando estes sofressem perda total ou grossa avaria. Os fundos da caixa eram constituídos pelo pagamento de duas coroas % sobre os lucros líquidos dos fretes e das fazendas transportadas, a que ficavam obrigados os mesmos proprietários chamados a gozar deste benefício; se estes recursos fossem insuficientes, cobrir-se-ia o déficite por meio duma derrama lançada sobre todos os donos de barcos da dita tonelagem. Para a execução destas providências mandou-se fazer um arrolamento de todos os navios existentes nas praças de Lisboa e Porto, com a descrição do seu estado actual, e tomaram-se várias medidas tendentes a evitar que as vantagens deste instituto dessem lugar à fraude e à negligência.

No reinado de D. Fernando as guerras incessantes foram causa de ruína de quase todos os institutos comerciais existentes. Sabe-se, porém, que esse monarca restabeleceu, por uma provisão de 11 de Julho de 1397, a corporação de mercadores, a que fazia referência, como dissemos, a provisão de D. Dinis de 1293.

No infeliz reinado de D. Fernando, a antiga Bolsa do Porto tinha sido também abandonada, mas logo no reinado seguinte se tratou de a restabelecer. Assim o determinou D. João I na sua carta de 11 de Julho de 1387, a que a Câmara Municipal do Porto deu fiel execução pelo Acórdão de 24 de Janeiro de 1402. Mas já então a Bolsa assumia outro carácter e mais se aproximava das Bolsas modernas.

De uma carta de D. João I, de 1412, consta que, entre outros capítulos apresentados pelos procuradores do povo do Porto nas cortes de Lisboa de 1412, se continham uns, em que, diz a carta régia:

*“... nos enviastes dizer que em todos os lugares das provincias do mundo, onde ha mercadores, se costumou e costuma terem hua casa por logea, em que fazem seus ajuntamentos, quando querem falar sobre algumas coisas, que pertencem a serviço do seu senhor; e opra de suas mercadorias, da qual causa segue ao senhor da terra serviço e a eles proveito...”.*

Pediam, em consequência, que o Rei lhes fizesse dar e ordenar uma casa existente na rua Formosa para esse fim, ao que o rei acedeu. Essa rua Formosa, segundo ARNALDO GAMA, era então chamada pelo povo rua Nova e hoje é a Rua Nova dos Ingleses.

Supõe o mesmo autor, que já então como hoje, fosse essa rua o ponto de reunião dos comerciantes, que preferiam efectuar nela as suas transacções a entrarem na casa que D. João lhes concedera; facto curioso, mas que ainda hoje se dá. Consumara-se, pois, já então, o ciclo inicial de evolução da Bolsa do Porto. A situação da antiga Bolsa fez com que a ela afluíssem os negociantes para aí realizarem as suas transacções, e assim, ainda que de encontro aos desejos dos seus fundadores, a Bolsa foi-se pouco a pouco transformando, até assumir um carácter novo, que a assemelha às Bolsas actuais.

Mas a uma outra instituição existente no reinado de D. João I nos devemos ainda referir, pelas ligações que tem com as modernas transacções cambiárias das Bolsas. São as duas casas reais de câmbio de Lisboa e Porto, únicos lugares onde era permitida a negociação de moedas de ouro nacionais ou estrangeiras e de prata em moeda ou em barra. É certo que a proibição desse comércio foi levantada nas Cortes de Évora, de 1391, mas a era da liberdade pouco durou, pois a lei de 5 de Março de 1414 de novo estabeleceu o régio monopólio, cominando para os infractores as penas de prisão e de confisco de todos os bens.

Em regra, tão intolerantes medidas são frequentemente violadas. Assim parece ter sucedido entre nós, pois afirma o SR. COSTA LOBO, que se

expandiu o comércio clandestino de moedas, sendo por esse motivo punidos muitos judeus, classe que de preferência se dedicava a tal gênero de negócio.

A casa de câmbio era uma instituição meramente administrativa, dirigida pelo fiel de câmbio, que recorria, quando fosse necessário, aos oficiais da casa auxiliar para a estimação do valor do dinheiro estrangeiro. Assim sucedeu nos reinados de D. João I e de D. Duarte.

D. Afonso V, o rei célebre dos validos e do favoritismo, deu a administração dos câmbios reais, como gratificação, a fidalgos que se limitavam a subarrendá-los. Em vão as cortes de 1472 diziam desses fidalgos “*que não tinham regra nem ordenança, são pessoas sem fiança e não de muitas verdades*”. Limitava-se o rei a responder que ao Conde de Penela, concessionário ao tempo dos câmbios, havia dado um regimento tal que pouco dano poderia causar ao reino; prometia contudo mandar passar uma carta ao Conde recomendando-lhe a fiel execução do regimento, sob pena de incorrer na perda da concessão. De facto, o Alvará de 17 de Julho de 1470 manda transcrever o dito regimento e afixá-lo em lugar onde todos o possam ler; determina ainda que os tesoueiros das casas da moeda de Lisboa e Porto, nessas cidades, e os juizes da sisa, nas demais terras, julguem os pleitos suscitados entre os cambiadores e as partes particulares, havendo recurso das suas decisões para os vedores da fazenda na corte.

Nenhuma dessas providências conseguiu, como é natural, o intento alvejado, pois, como nota o SR. COSTA LOBO, o único remédio seria, o que já era indicado pelas cortes de 1472, a substituição dos fidalgos por bons funcionários.

As Ordenações Afonsinas concederam maior liberdade ao comércio do ouro e da prata, mantendo o princípio de que se não podia comprar ouro ou prata senão nos câmbios reais; declaram, porém, que poderá geralmente cada um comprar ou vender livremente moeda de ouro ou prata, porquanto, diz a lei:

*“... nom parece ser cousa razoavel que compra ou venda de tal ouro ou prata batida na nossa moeda seja defesa a pessoa algũa em nenhum caso”*  
(Liv. 4º, Tit. 110).

Proíbe, porém, a sua exportação, para evitar a qual se estatuíram diversas penas e se organizou uma vigilância especial (Liv. 5º, Tit. 47). Também

outras disposições se encontram nas Ordenações, que representam outros tantos estorvos ao comércio bolsista, tais como a que, inspirada no absurdo princípio canónico, proíbe a usura (Liv. 4º, Tit.19), e a que só declara lícito o contrato de câmbio quando se pagar mais num lugar para receber menos noutra (Liv. 4º, Tit.19).

É no reinado de D. Afonso V que, pela primeira vez, encontramos referência num documento oficial à Bolsa de Lisboa. Trata-se de um Alvará de 1439, que se acha registado no livro das vereações e que determina que se continue a fazer a Bolsa no lugar onde era costume havê-la. Segundo diz FERREIRA BORGES, era esse lugar na chamada rua Nova; só muito mais tarde a Bolsa de Lisboa se instalou num edifício apropriado.

No reinado de D. João II e nos primeiros anos do reinado de D. Manuel, nada há a notar de especialmente interessante. No tempo de D. Manuel, poucos diplomas avulsos existem que mereçam referência especial. Lembraremos todavia:

- a) o Alvará de 12 de Agosto de 1553, determinando que para as pessoas que dessem dinheiro a outrem ou efectuassem qualquer pagamento, não houvesse diferença alguma, quer dessem ou pagassem dinheiro de contado, quer dessem ou pagassem com letras e livranças
- b) o Alvará de 19 de Maio de 1518, que permite de um modo geral a compra de mercadorias para revenda e a regula
- c) o Alvará de 29 de Abril de 1521, que restringiu algumas disposições mais liberais do Alvará citado de 1518.

Nas Ordenações Manuelinas encontram-se algumas disposições transcritas das Ordenações Afonsinas. Tais são as que proíbem a exportação de ouro e prata (Liv. 5º, Tit. 98), as que proíbem a usura (Liv. 4º, Tit. 14) e as que regulam o contrato de câmbio (Liv. 4º, Tit. 14). Quanto à disposição que manda fazer nos câmbios reais a negociação do ouro e da prata, nenhuma equivalente conseguimos encontrar nas Ordenações Manuelinas.

D. Sebastião proibiu severamente a usura e o contrato de câmbio na maioria dos casos: a Lei de 16 de Janeiro de 1570 impunha aos contraven- tores, não só a perda do dinheiro, objecto do contrato, como ainda penas

de degredo e de confisco dos próprios bens. Também se puniam os tabeliães que fizessem alguma escritura contrária à disposição da lei, e como premio à delação isentavam-se de qualquer castigo os contratantes que revelassem a existência de um contrato desta ordem. Mais longe foi ainda a Lei de 30 de Julho de 1570. Esta não só alargou o número de casos em que o contrato de câmbio se devia considerar punível, mas ainda mandava punir:

*“... quaesquer pessoas, que de qualquer outra maneira dão dinheiro (que nam fica a seu risco) pera delle averem ganho, ou interesse algum, com pretexto de lucro urgente ou de dano emergente, ainda que sejam mercadores....”*

Como se vê, toda e qualquer transacção sobre dinheiro ou moeda ficava por esta rigorosa disposição absolutamente proibida. Ainda a D. Sebastião se deve o Alvará ou Provisão de 5 de Novembro de 1577, que regula os câmbios nos casos em que são lícitos e as letras sacadas nas feiras ou para elas.

Ao reinado do Cardeal D. Henrique pertence a publicação de um documento importantíssimo na história do nosso direito comercial, o Regimento do Consulado. Junto ao Consulado existia uma Casa de Negócio, em que se reuniam os mercadores nacionais e estrangeiros e onde efectuavam as suas transacções. As compras e vendas que aí se faziam por intermédio de Corretores, bem como o procedimento destes, estavam sujeitos à superintendência do Juiz de Apelação, do Prior, dos Cônsules e do Letrado assessor, juntamente com os Conselheiros do consulado. Era íntima, portanto, a ligação que existia entre a Casa de Negócio e o Tribunal comercial, que outra coisa não era o Consulado, nem de admirar é que assim fosse, pois, com efeito, a polícia e a parte administrativa da casa de negócio eram matérias indubitavelmente conexas à função de julgar do tribunal.

É de supor, conquanto não haja dados positivos que corroborem a nossa afirmação, que esta casa de negócio desempenhasse nessa época a função que hoje exercem as Bolsas. Porém, esta instituição pouco durou, pois o Tribunal do Consulado foi extinto por Alvará de 13 de Fevereiro de 1602 e com ele desapareceu necessariamente a organização anexa.

Surgiu então uma nova forma de Bolsa.



*“Já no princípio do século xvi, diz REBELLO DA SILVA, os comerciantes nacionais e os correspondentes dos de Sevilha, Burgos, Valladolid, Veneza, Génova, etc., se reuniam num largo da rua Nova, para aí discutirem e ajustarem as suas transacções”.*

Corroborava esta afirmação o desaparecimento da casa de negócio do Consulado na data indicada. Provavelmente, quando os comerciantes se viram privados desse centro de reunião, passaram a reunir-se na rua, como faziam os comerciantes estrangeiros e já o faziam também os do Porto, como temos dito.

No reinado de Filipe II publicam-se em 1603 as Ordenações Filipinas, que em parte reproduzem disposições das Ordenações Manuelinas. Assim, idênticas às destas últimas são as leis que proíbem a usura (Liv. 4º, Tit. 47). Quanto ao contrato de câmbio, permite-se de um reino para outro ou de um lugar para outro do mesmo reino, quando se dê num lugar uma soma maior, para receber noutra uma soma menor, mas no caso inverso, quando se dê menos num lugar, para receber mais noutra, o contrato é tido por usurário (Liv. 4º, Tit. 67). Para os que exportem ouro e prata exagera-se ainda mais a penalidade, que é nas Ordenações Filipinas a de morte natural (Liv. 5º, Tit. 93).

Os Estatutos da Junta do Comércio, aprovados por Alvará de 16 de Dezembro de 1756, dizem que 20 comerciantes reunidos constituem uma praça; aqui, porém, esta palavra é tomada como significando um órgão consultivo, e não um local onde os comerciantes efectuem suas transacções.

Em 1758, manda-se proceder à construção da Bolsa de Lisboa. Em 1756 os comerciantes desta cidade, em vista dos terríveis estragos causados pelo célebre terramoto do ano anterior, e desejando concorrer para a reedificação da cidade, ofereceram ao rei um donativo, constituído pelo pagamento de um direito de 4 % do seu valor sobre todas as mercadorias e manufacturas que entrassem no reino. Desde logo, porém, pediram os comerciantes que o produto desse donativo fosse destinado à reconstrução da alfândega e à edificação de uma Bolsa para que, diz o documento, *“... o comercio tenha uma praça digna da capital destes reinos e com as comodidades necessarias para que nela residão os homens de negocio sem sujeição às injurias do tempo”*. A 2 de Junho de 1756 o Rei aceitou esse donativo na forma e com as condições ditas. Efectivamente, o Alvará de 16 de Janeiro de 1758 mandou aplicar o subsídio dado pelos

negociantes de Lisboa à reconstrução da alfândega, e ainda de uma praça ou Bolsa de Comércio; regulava também o alvará as obras dessas edificações, competindo à Junta do Comércio superintender na sua administração.

Até esta data, portanto, era na rua, como o próprio Alvará dá claramente a entender, que se efectuavam as transacções comerciais. Só neste ano se construiu um edifício apropriado e se fundou, portanto, verdadeiramente a actual Bolsa de Lisboa.

O Edital do Senado da Câmara de 1 de Março de 1770, cujas disposições adiante extrataremos com mais largueza, anuncia que os Corretores escolheram uma casa no Rossio, a fim de nela residirem e estarem prontos para as partes poderem tratar as suas compras e vendas. É inegável a importância deste documento, que prova a existência de uma Bolsa de mercadorias no Rossio, o que nos leva a crer que, enquanto não estivessem concluídas as obras da Bolsa que o governo mandara erigir, aí se efectuassem também as principais transacções de títulos e valores.

Em fins do século XVIII, um facto importantíssimo devia ter vindo animar sensivelmente o movimento da Bolsa. Com efeito, até 1796, os títulos de dívida pública eram constituídos por padrões de juro real, equiparados para o efeito da sua transmissão a bens de raiz (Ord., Liv. 3º, Tit. 47º). Em 1796, porém, aos padrões substituem-se as apólices transmissíveis por endosso e algumas até pela simples entrega material. Foram estes, pois, os primeiros títulos de crédito desta categoria que puderam constituir objecto das operações da Bolsa, porquanto as Companhias pombalinas não tinham acções nem obrigações. Foram, portanto, estes títulos que iniciaram entre nós o verdadeiro comércio de valores, e assim é que, só nesta fase adiantada da nossa história, as Bolsas de valores se podem considerar definitivamente constituídas.

No entretanto, a Bolsa do Porto continuava a efectuar-se ao ar livre na Rua Nova dos Ingleses. Nenhuma notícia podemos colher a seu respeito no vastíssimo período da nossa história que vai do século XVI ao século XVIII. Sabemos, porém, que no século XV as transacções se efectuavam na rua, apesar de haver sido organizada uma casa para a instalação da Bolsa; sabemos igualmente que, em 1835, essa casa não existia e, portanto, somos levados a supor que o longo abandono a que os comerciantes a votaram permitiu que ela fosse desviada do seu destino primitivo e aplicada a qualquer outro fim.

A 18 de Setembro de 1833 foi promulgado o primeiro Código Comercial português. Na Secção I, Título II, do Livro I, da Parte Primeira, trata o Código das Praças de Comércio ou Bolsas. Define-as (art. 97º); regula os cursos, que são fixados pelos resultados das negociações e transacções que nelas se operam (art. 98º); e sujeita ao regulamento da administração local a marcação da hora da sua abertura e do seu encerramento, e tudo quanto respeita à sua polícia interna (art. 99º).

Em 1835, o ilustre jurisconsulto FERREIRA BORGES, na sua qualidade de Supremo Magistrado do Comércio, dirigia um relatório à rainha acerca da praça do Porto. Aí se dizia:

*“... que a praça do Porto, sendo uma praça das de primeira ordem na categoria do mundo mercantil, não tinha uma Bolsa ou local de reunião do Corpo comercial. Era em meio de uma rua publica que os commerciantes se ajuntavão em ceu aberto ou recolhidos aos portaes, quando a inclemencia do tempo lhes não consentia o vagarem na rua...”.*

Verberando energicamente tão vergonhoso estado de atraso, FERREIRA BORGES, ao mesmo tempo que fundava a Associação Comercial do Porto, indicava ao governo a conveniência de se aproveitar o antigo e arruinado Convento de S. Francisco, para nele se instalar condignamente a Bolsa do Porto. Como veremos, foram seguidos estes conselhos de FERREIRA BORGES, a quem cabem merecidos louvores por esta tão necessária, quão justa, iniciativa.

A 16 de Janeiro de 1837 publicou-se um decreto aprovando o regulamento das praças comerciais. Como este regulamento está revogado, pois outros têm sido posteriormente promulgados, é inútil citar os seus preceitos.

Dando execução prática ao alvitre sugerido por FERREIRA BORGES em 1835, a Carta de Lei de 19 de Junho de 1841 concedeu ao Corpo Comercial da cidade do Porto o edifício do extinto Convento de S. Francisco, para que nele fossem instalados a Bolsa e o tribunal comercial. Para fazer face às despesas dessa instalação, permitia a Lei que se cobrasse durante dez anos uma quotização sobre os géneros despachados na alfândega do Porto, segundo a tabela anexa à mesma lei, cujo produto seria posto à disposição

da Associação Comercial<sup>1</sup>. A esta Associação competia dirigir a reedificação e conservação do edifício e administrar os seus rendimentos, dando publicidade às contas respectivas. Para que as obras se pudessem terminar mais rapidamente, e para evitar a ruína do edifício, podia a Associação:

- a) tomar por empréstimo as quantias que lhe fossem necessárias
- b) hipotecar ao pagamento do juro ou do capital desse empréstimo o produto da quotização, o edifício ou o seu rendimento;
- c) ceder temporariamente uma parte do edifício às pessoas que nele quisessem instalar os seus estabelecimentos comerciais.

A quotização devia cessar, logo que estivessem pagas as despesas da reedificação ou amortizado o respectivo empréstimo. Por último, inseria a lei alguns preceitos referentes aos rendimentos anuais do novo instituto.

No Porto, em 1874, alguns indivíduos habilitaram-se como Corretores oficiais e abriram uma Bolsa no edifício da Associação Comercial; pela mesma época surgiram bolsins de carácter particular para a negociação de títulos. Mas, em 1876, a crise veio extinguir esta tendência, que se iniciava para a especulação, e tudo isso acabou.

Por Carta de Lei de 28 de Junho de 1888 foi promulgado o novo Código Comercial, actualmente em vigor<sup>88</sup>. Este Código ocupa-se das Bolsas no Capítulo I, do Título VIII, do Livro I, incluindo-as na categoria geral dos lugares destinados ao comércio. As operações de Bolsa fazem objecto do Título VIII, do Livro II, e o reporte, que, como veremos, também é uma operação de Bolsa, acha-se regulado separadamente no Título XVII do mesmo Livro. Como teremos de estudar detidamente todas as disposições consignadas nesses diversos títulos, escusado é mencioná-las desde já.

A Carta de Lei, que aprovara o Código Comercial, incumbira ao governo fazer os regulamentos necessários para a sua execução (art. 6º) e, mais

---

<sup>88</sup> N. E.: Refere-se o autor ao Código Comercial conhecido por Código Veiga Beirão e que na altura desta tese estava em vigor. Recorde-se que, na parte relevante, dispomos hoje não só do Código das Sociedades Comerciais aprovado em Setembro de 1986, como também do Código dos Valores Mobiliários (inicialmente sob a forma do chamado Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991) aprovado pelo Decreto-Lei 486/99, de 13 de Novembro.

especialmente para o caso presente, dispusera o Código, que ao governo competia fazer os regulamentos necessários para o regime, polícia e serviço das Bolsas (art. 83º).

Em obediência a estes preceitos, publicou-se o Regulamento de 8 de Outubro de 1889. Este está hoje revogado na parte contrária ao Regulamento de 10 de Outubro de 1901, mas vigora ainda na parte restante (Reg. de 10 de Outubro de 1901, art. 79º). Escusado é, pois, estudar as suas disposições, pois a parte que caducou em nada nos interessa e a restante será exposta e analisada em lugar oportuno.

Apesar dos desejos, que a lei de 1841 claramente manifestava, pelo pronto acabamento das obras necessárias para a definitiva instalação da Bolsa do Porto, esta só se inaugurou em 1891. De resto, só depois de 1889 e da publicação do Regulamento, se tratou seriamente de organizar a Bolsa do Porto. Por decreto de 29 de Janeiro do 1891, e de harmonia com o Regulamento de 1889, autorizou-se o estabelecimento da Bolsa do Porto no mencionado edifício do antigo Convento de S. Francisco.

As Portarias de 17 de Outubro e do 16 de Dezembro de 1891 fixaram os ordenados dos empregados, respectivamente, nas Bolsas do Porto e de Lisboa.

A Portaria de 9 de Fevereiro de 1901, reconhecendo a necessidade de regulamentar as Bolsas, nomeou para esse fim uma comissão<sup>89</sup>.

Por decreto de 10 de Outubro de 1901, foi aprovado o Regulamento do serviço e operações das Bolsas de fundos públicos, sendo este o diploma que hoje<sup>90</sup> rege as Bolsas. Teremos, portanto, que nos ocupar minuciosamente das suas disposições em devido lugar e não carecemos por isso de os enunciar agora.

Por Portaria de 21 de Novembro de 1901, foram alterados os ordenados dos empregados da Bolsa de Lisboa.

As disposições do Regulamento de Outubro de 1901 foram em parte modificadas pelo Decreto de 24 de Dezembro do mesmo ano, cuja doutrina estudaremos oportunamente.

---

<sup>89</sup> N. A.: A comissão era composta dos Srs. Marianno Cyrillo de Carvalho, Ernesto Madeira Pinto, Polycarpo Pecquet Ferreira dos Anjos, José Adolpho de Mello e Sousa, Eduardo Ferreira Pinto Basto, Antonio Joaquim Simões de Almeida, Anthero Ferreira de Araújo e Silva, Antonio José Gomes Netto Junior e Joaquim Simões Ferreira.

<sup>90</sup> N. E.: *Este Regulamento só foi revogado em 1974 pelo Art. 142º do Decreto-Lei 8/74, de 14 de Janeiro.*

O Decreto de 28 de Junho de 1902 fixou em 980\$000 reis a despesa máxima anual em pessoal e material da Bolsa do Porto.

O Decreto de 30 de Outubro de 1903 regulou a superintendência, que à Associação Comercial compete exercer na Bolsa.

Chegámos ao termo da nossa exposição histórica, que pouco mais é do que um apontado de elementos dispersos e por vezes incompletos, mas que a falta de subsídios e de investigações anteriores nos impediu de tornar mais harmónica e perfeita. Através da pouca luz que dela dimana, possível é contudo sintetizar os princípios dominantes da evolução das Bolsas.

A princípio, as suas funções estão dispersas por vários institutos: feiras e mercados, câmbios reais e reuniões de comerciantes ou Bolsas. Pouco a pouco, estas últimas vão progredindo e chegam por fim a constituir, pela absorção dos restantes institutos, o complexo organismo das Bolsas modernas. Paralelamente a acção do Estado vai-se ampliando e passa das informes e raras normas primitivas aos minuciosos regulamentos da actualidade. De resto, o século XIX assinala um incontestável aperfeiçoamento das Bolsas de Portugal.

Ao terminar o século XVIII, a Bolsa do Porto ainda não estava instalada num edifício apropriado; pode mesmo dizer-se que não estava ainda por completo constituída. A própria Bolsa de Lisboa tinha então mal definidas e reguladas as suas atribuições.

Hoje, decorridos apenas os primeiros anos do século XX, nota-se uma sensível diferença. A Bolsa do Porto tem uma sede, não só condigna, como até luxuosa; e tanto ela como a de Lisboa possuem regulamentos relativamente aperfeiçoados e que, sob o ponto de vista da sua organização oficial, lhes permitem ombrear sem desdouro com qualquer Bolsa estrangeira. Pena é que a importância do seu movimento não corresponda à solicitude legal!

#### **IV. C) OS CORRETORES**

A absoluta insuficiência de elementos históricos, que tanto se nota ao pretender reconstituir a nossa antiga organização económica e comercial, não nos permite precisar, em que data apareceram pela primeira vez entre nós os Corretores.

Porém, já nas Posturas de mercadorias de 8 de Julho de 1428 se impõe aos estrangeiros, sob certas penas, a obrigação de não fazerem compras e vendas, sem intervenção de Corretores, nem fretamentos, sem a intervenção de fretadores. Sabe-se também, que D. Afonso V inibiu os estrangeiros de serem Corretores, e que, em 4 de Outubro de 1452, se legislou a fim de reprimir a intrusão neste ofício.

Algumas disposições das Ordenações Afonsinas mostram que já eram frequentes as compras e vendas feitas por Corretores e que estas se revestiam de maior solenidade e força jurídica. Assim, ao passo que nas compras e vendas, feitas com sinal, se permite a rescisão do contrato, mediante a perda do sinal ou a sua restituição em duplicado, faz-se excepção a esse princípio para as vendas feitas por Corretores, as quais não mais podem ser rescindidas (Liv. 4º, Tit. 36). Também se dispensam da prova por escritura pública as compras e vendas feitas por Corretores (Liv. 3º, Tit. 64).

Nos Artigos das Sizas, ordenados por D. Afonso V, em 27 de Setembro de 1476, dispõe-se que os Corretores, que fizerem alguma mercadoria, a vão escrever, no primeiro ou segundo dia, no livro das sizas, sob pena de pagarem o dobro da siza, pela primeira vez, e de perderem o ofício e pagarem o tresdobro, pela segunda vez; se, porém, as vendas forem celebradas fora do lugar em que têm de ser escritas, terão os Corretores um dia por cada légua para irem escrever, sob as mesmas penas. A 11 de Setembro de 1481, um Alvará impôs certas penas aos Corretores que ajudassem estrangeiros a comprar vinho à bica, o que lhes era proibido por lei.

O primeiro Regimento de Corretores, de que temos conhecimento, é o de 19 de Janeiro de 1485. Nele se determina:

- a instituição entre todos os Corretores de uma Bolsa comum
- a eleição anual entre eles de um escrivão e de um recebedor
- a entrada na Bolsa comum dos fretamentos dos navios
- a forma de se efectuarem os pagamentos à Bolsa comum
- as penas em que incorrem os contraventores
- que cada Corretor comunique semanalmente ao escrivão as corretagens percebidas e que lhe entregue mensalmente as respectivas quantias
- e que se proceda duas vezes por ano à repartição dos lucros comuns.

Todos os Corretores juraram manter e cumprir este regimento.

A Carta de Lei de 11 de Novembro de 1491 isentou os Corretores de certas obrigações referentes à procissão de *Corpus-Christi*, a que anteriormente estavam sujeitos, e determinou o lugar que nela haviam de ocupar.

A 10 de Fevereiro de 1492, D. João II reduziu de 25 a 12 o número dos Corretores, exigindo que eles não fossem oficiais mecânicos. Desde então, só pessoas de elevada categoria exerceram esta profissão.

Em 1494, foi publicado um novo Regimento da maneira como haviam de ter as suas repartições e da Bolsa que entre eles era feita, tanto de mercadorias nacionais, como de estrangeiras, que todos juraram acatar. O enunciado deste Regimento pode fazer supor que existia então uma Bolsa comercial, mas a Bolsa aqui significa uma caixa comum, como se vê do próprio Regimento, dispondo que “.... *de todo o que ganhassem assi das mercadorias naturaes como das estrangeiras se fazia Bolsa commum e repartição d’abi a seis mezes*”.

Mais tarde alguns Corretores queixaram-se de que a existência da Bolsa comum dava lugar a que alguns colegas seus não empregassem sempre a devida diligência, e por vezes tornava-se onerosa para aqueles que, para a prática de alguns negócios, se viam obrigados a contrair certos encargos e despesas. Atendendo a estas reclamações limitou-se a Bolsa comum, por acordo dos próprios Corretores, às mercadorias estrangeiras.

Ainda antes, porém, desta remodelação, várias contendas entre Corretores se suscitaram por motivo da Bolsa comum. Uma delas foi julgada pelo Senado da Câmara, em 8 de Abril de 1494. Na respectiva sentença confirmou-se a obrigação legal de manter a Bolsa comum, mas a fim de equiparar, tanto quanto possível, os encargos e despesas das negociações, estatuiu-se que para as compras e vendas fora da cidade se procedesse à distribuição, sendo delas incumbidos alternadamente e por turno todos os Corretores.

A Carta de Lei de 11 de Outubro de 1496 confirmou a de 11 de Novembro de 1491, referente à procissão do Corpo do Deus, de que já falámos. Por diploma de 3 de Julho de 1497, D. Manuel nomeou mais 3 Corretores, além dos 12 existentes, dispondo, porém, que algum cargo que vagasse, não fosse provido, até o numero total ser novamente de 12, que continuaria



a ser o limite fixado, salvo se as necessidades do tráfico exigissem o seu aumento. A 20 de Agosto de 1500, nomeou-se ainda mais um Corretor, mas identicamente se estipulou que as primeiras quatro vagas que se dessem não seriam preenchidas, em ordem a manter o limite legal de 12 Corretores, salvo se os progressos do tráfico exigissem o aumento deste número; porém, se neste caso algum Corretor existente se julgasse prejudicado e não quisesse continuar a exercer o seu cargo, seria a cidade obrigada a comprar-lho. No mesmo diploma se estatui que os Corretores poderão fazer-se substituir por outrem, mediante prévia licença da autoridade competente, e que os escrivães e outros oficiais não façam nenhum assento em seus livros, sem a presença do Corretor, quando exigida por lei, como por vezes praticam com gravoso e injusto prejuízo destes.

Nas Ordenações Manuelinas reproduziram-se algumas disposições das Ordenações Afonsinas. Assim proíbem aquelas Ordenações a rescisão das vendas feitas por Corretor (Liv. 4º, Tit. 24). Mantendo o princípio de que as compras e vendas feitas por Corretores não carecem de se provar por escritura pública, regula-se do seguinte modo a sua prova em juízo: se as partes questionarem acerca da existência do contrato, fará fé em juízo o depoimento do Corretor, que fez a venda, e de mais duas testemunhas; se, reconhecendo a existência da venda, apenas houver questão quanto à fixação do preço, fará fé o simples depoimento do Corretor devidamente ajuramentado (Liv. 3º, Tit. 45).

Em 1505, publicaram-se algumas providências referentes ao escrivão da Bolsa de Lisboa. A fim de estimular o zelo dos Corretores, ordenou-se, a 23 de Julho de 1512, que pudessem apropriar-se logo de um terço das corretagens recebidas, só tendo que entregar na Bolsa comum os dois terços restantes. A 4 de Dezembro de 1513, determinou-se que três Corretores servissem na casa da Índia, entrando, porém, do mesmo modo, na Bolsa comum os seus lucros. Por decisão de 4 de Maio do 1514, assentou-se em que não seria cobrada corretagem pela compra e venda de especiarias e drogarias, se fosse feita na casa da Índia; fora dela cobrar-se-ia, quando a transacção se efectuasse entre estrangeiros.

A 29 de Março de 1515, regulou-se minuciosamente a escrituração dos Corretores:

- o seu escrivão devia-lhes entregar anualmente 15 livros por ele intitulados e assinados
- todo o Corretor que fizesse mercadoria, desse dinheiro ou sinal, devia logo inscrever no seu livro o respectivo assento, que as partes deviam assinar, sem o que incorreriam em certas penas, e o mesmo sucedia ao Corretor que não cumprisse os preceitos referidos
- o Corretor podia assentar no seu livro operações que não tivesse feito, mas em que a lei exigisse a sua intervenção
- seria punido todo o Corretor em cujo poder fossem achados dois livros, pois neste caso a tentativa de fraude era manifesta
- os livros dos Corretores deviam ser conferidos com os do escrivão, sempre que nestes se lançasse alguma nota.

O mesmo diploma dispôs que, para a decisão amigável das controvérsias suscitadas entre Corretores, fossem dois deles eleitos amigavelmente e por turno para o desempenho das funções de juiz. O alvará de 19 de Abril de 1515 regulou as quitações que os Corretores deviam dar aos seus clientes, e novamente ordenou, sob sanções penais, que nenhuma compra ou venda de mercadoria pudesse ser feita por um estrangeiro sem intervenção de Corretor.

O Alvará de 6 do Abril de 1524 mandou que se fizesse uma lista dos Corretores, a fim de por ela ser nomeado o júri em cada ano. O Decreto de 11 de Setembro de 1526 regulou o modo de fazer a distribuição entre os Corretores, do serviço a prestar fora da cidade.

Em 1526 alguns Corretores, alegando que muitos dos seus colegas não cumpriam a obrigação que a lei lhes impunha, de entregarem à Bolsa comum as corretagens recebidas, pediram um novo Regimento que devidamente acautelasse os seus interesses. Este foi promulgado a 14 de Setembro, e dispõe principalmente o seguinte:

- nenhum Corretor poderá receber uma corretagem, sem que tenha feito antes o respectivo assento do negócio no seu livro e sem que o escrivão esteja presente
- os Corretores elegerão anualmente dois contadores, a quem cumpre regular a execução dos assentos constantes dos livros

- cria-se um cargo de recebedor para o fretamento do sal
- nomeia-se um revedor de contas
- proíbe-se aos Corretores que se façam substituir por outra pessoa ou que arrendem os seus cargos
- em caso de impedimento, a Bolsa comum haverá a sua repartição, pagando-lhe em compensação uma pensão determinada.

Por um compromisso, celebrado a 27 de Agosto de 1555, os Corretores obrigaram-se a não se concertarem com nenhum indivíduo que perseguissem judicialmente como intruso no seu ofício, antes da sentença final; depois desta, ainda seria necessário o consentimento de todos os demais Corretores para se poder aceitar uma conciliação.

No tempo de D. João III, sabemos que existiam 20 Corretores, constituindo uma Câmara dotada de juiz e de escrivão privativos. Não conseguimos, porém, averiguar qual foi o diploma, que efectuou esta reforma. Por um assento de 24 de Maio de 1558, comprometeram-se os Corretores a auxiliarem-se mutuamente quando algum deles estivesse impedido de exercer o seu ofício, salvo quando a causa do impedimento fosse uma condenação penal. Em 1561, decidiu-se que a fiança dos Corretores fosse paga por uma só vez e importasse em 200\$000 reis.

Por um curioso assento de 18 de Setembro de 1578, os Corretores comprometeram-se a mandar rezar uma missa por alma de todos os seus colegas que falecessem. A 3 de Novembro de 1581, um novo compromisso ampliou esse benefício às respectivas consortes. São interessantes estes documentos, porque mostram claramente a íntima camaradagem e confraternidade que existiam entre todos os membros da corporação..

Como dissemos, a lei impunha às partes a obrigação de assinarem os assentos lançados pelos Corretores nos seus livros. Mas estas recusavam-se muitas vezes a assinar, e por isso, a 15 de Março de 1582, permitiu-se que os Corretores tivessem, além do seu livro, um canhenho, em que no caso citado deveriam relatar o negócio e as suas condições. Foi esta sem dúvida a primeira forma que entre nós teve o caderno manual.

Em 1603, publicaram-se as Ordenações Filipinas, que nalgumas das suas disposições se limitaram a reproduzir o que já preceituavam as Ordenações

Manuelinas. Assim não permitiram a rescisão das compras e vendas com sinal feitas pelos Corretores (Liv. 4º, Tit. 2º), e regularam do mesmo modo a prova dos contratos feitos por eles (Liv. 3º, Tit. 59).

Num assento de 19 de Dezembro de 1603, os Corretores prescindiram, para certos objectos, do terço da corretagem a que individualmente tinham direito, e regularam a sua escrituração e o modo de se efectuar a cobrança das quantias devidas à Bolsa comum.

No tempo de D. João IV, reservou-se aos Corretores a realização dos contratos de seguro. É o que se vê de um Alvará de 1641, que impõe certas penas aos que se intrometerem em vez dos Corretores na realização de tais contratos. Mais severamente dispôs D. Afonso VI, numa Provisão de 1660, que em todos os seguros feitos fora das casas e dos livros dos Corretores fosse perdida a sua quantia principal.

Num Alvará de D. Pedro II, de 22 de Novembro de 1684, determina-se a intervenção dos Corretores, não só nos contratos de seguros, como em todas as compras e vendas de fazendas que saírem do reino, quer sejam feitas por nacionais, quer por estrangeiros. Os cônsules do comércio e os negociantes reclamaram contra estas disposições, mas o rei de novo as confirmou pelo Alvará de 29 de Outubro de 1688.

Tendo-se suscitado dúvidas e questões sobre os casos em que deviam intervir os Corretores, dispôs o Alvará de 28 de Outubro de 1719 que interviessem em todas as primeiras compras e vendas de quaisquer fazendas, sob pena de nulidade; as segundas e posteriores vendas poder-se-iam fazer independentemente de Corretor. Cominavam-se ainda neste Alvará algumas penas contra os que se intromettessem nos contratos, que a lei mandava fazer por intermédio de Corretores. Para evitar os prejuízos que aos negociantes podiam derivar da pouca assistência dos Corretores, impunha-se a estes a obrigação de estarem na praça pelo menos duas horas por dia, sob pena de suspensão<sup>91</sup>.

---

<sup>91</sup> N. E.: É curioso referir que, ainda nos dias de hoje, os intermediários de Bolsa que pretendam actuar no estatuto de "Market Makers" são igualmente obrigados a uma presença mínima no mercado, mas agora não só em termos de tempo de colocação de ofertas durante a sessão do mercado como nos volumes que se disponibilizem para transaccionar e até no diferencial máximo entre os preços de compra e de venda que oferecem.

Pelo Aviso de 20 de Maio e pelos Alvarás de 29 de Outubro e de 22 de Novembro de 1719, estipulou-se que os protocolos dos Corretores fariam fé em juízo. O Alvará de 19 de Abril de 1728 declarou que as acções e protestos de letras, em que não intervesse um Corretor, não só seriam nulos, mas envolveriam o perdimento do seu valor, do mesmo modo que se achava disposto para os seguros pelo Alvará, que mencionámos, de 1684.

O Alvará de 7 de Junho de 1755, que aprovou a instituição da Companhia do Grão-Pará e Maranhão, determinou que os Corretores não intervessem nas vendas a prazo da Companhia (únicas que a esta eram permitidas), as quais seriam feitas unicamente pelos seus feitores.

O Edital do Senado da Câmara de Lisboa de 15 de Março de 1756, considerando que não tinha sido cumprida a disposição legal que mandava fazer as primeiras compras e vendas por Corretores, novamente determinou que ninguém efectuasse essas compras ou seus ajustes sem a intervenção deles, incorrendo, no caso de transgressão, nas penas das posturas vigentes. Para permitir às partes que pudessem dar satisfação a este preceito, determinava mais, que os Corretores estivessem sempre prontos a prestar os seus serviços na Alfândega, na Praça ou nas suas próprias casas.

O Alvará de 10 de Setembro de 1756 aprovou os Estatutos da Companhia da Agricultura, segundo os quais não deveriam os Corretores intrometer-se nas compras e vendas dos efeitos pertencentes à Companhia, a não ser que os administradores dela quisessem utilizar-se dos seus serviços para o ajuste de alguma negociação, pagando-lhes então o estipêndio devido.

O Edital do Senado da Câmara de 1 de Março de 1770, a que já anteriormente nos referimos, estabelece alguns princípios interessantes para o estudo da história da corretagem. Este edital, atendendo a que as compras e vendas de escravos e de cavalgaduras se faziam por intermédio de pessoas sem carta de provimento, não ajuramentadas nem affiançadas, havendo Corretores que reuniam todas essas condições e que para tal fim haviam sido instituídos, declara nula a compra para revenda de escravos e cavalgaduras feita sem intervenção de Corretor e impõe penas àqueles que a efectuarem.

*“Para a execução do preceito legal, faz-se publico por este edital, que na Praça do Rocio haviam os Corretores eleito uma casa, a fim de nella*

*residirem e estarem promptos para as partes poderem tratar suas compras e vendas, tendo cada um delles um livro, onde lançariam as respectivas verbas e as declarações do dia, do mês, do anno e das condições da compra ou venda, as quaes seriam assignadas por ambas as partes e escriptas pelo Corretor, que a tal compra ou venda fizesse, como lbe era recommendado pelo seu regimento, cujas clausulas deveriam observar inalteravelmente, para o que as tinbam escriptas nas cartas com que serviam”.*

É muito interessante para o nosso estudo este edital, cujas disposições por este motivo reproduzimos mais largamente. Dá-nos ele, com efeito, preciosas informações sobre a organização que ao tempo tinham os Corretores, a qual, como se vê, era bastante aperfeiçoada.

Pelo Decreto de 10 de Julho de 1771, foi dispensada para as fazendas da Ásia, que viessem à casa da Índia para aí serem vendidas, a intervenção de Corretores na venda, porquanto a autoridade do Provedor, que presidia a essas transacções, e a publicidade e solenidade com que elas se faziam, evitavam todo o perigo de monopólio. Vê-se deste diploma qual era a razão que levava muitas vezes o legislador a exigir nos contratos a intervenção do Corretor. Procurava-se desta maneira coibir os abusos e as fraudes dos mercadores; o Corretor, sob este ponto de vista, assumia perfeitamente o carácter de uma autoridade fiscalizadora.

O Edital do Senado da Câmara de 10 de Maio de 1781 revogou o Edital de 15 de Março de 1756, permitindo que se fizessem livremente as compras e vendas, para as quais o mencionado diploma exigia anteriormente a intervenção de Corretor.

O primeiro diploma legal sobre Corretores, promulgado no século XIX, foi o seu Regimento de 28 de Fevereiro de 1825. Segundo este diploma, eram os Corretores nomeados pelo Tribunal da Real Junta do Comércio, Agricultura, Fábricas e Navegação, com aprovação do rei, sendo o seu número fixado em 12 para a praça de Lisboa e 5 para a do Porto. Deviam prestar juramento e fiança. Era livre e facultativa a sua intervenção nos contratos dos comerciantes. A fim de que cada um deles tivesse um estímulo que o levasse a melhor servir a sua clientela, não formavam entre si uma Bolsa comum. O Regimento estabelecia ainda várias providências e normas relativas

aos livros dos Corretores, que poderiam fazer prova em juízo, e por último proibia-lhes o exercício do comércio por si ou por interposta pessoa.

Em 1833, foi publicado, como se sabe, o nosso primeiro Código Comercial<sup>92</sup>. A Secção II, do Título II, do Livro I, da Parte I, estatui acerca de Corretores. Determina:

- a natureza do seu ofício (art. 102º)
- enumera as suas operações (art. 103º)
- regula as suas nomeações (art. 104º)
- marca a força probativa das suas certidões (art. 105º)
- declara facultativa a sua intervenção (art. 106º), e variável o seu número consoante as condições próprias de cada praça (art. 107º)
- fixa as condições necessárias para se poder ser nomeado Corretor (art. 108º e 109º)
- sujeita estes a habilitação, juramento e fiança (art. 110º)
- prescreve as suas obrigações e organiza a sua responsabilidade (art. 111º a 126º)
- diz quais os actos que lhes são defesos (art. 127º a 133º)
- impõe-lhes sanções penais, em certos casos (134º e 135º)
- reconhece-lhes o direito de corretagem, como remuneração dos seus serviços (art. 136º)
- permite a constituição de um colégio de Corretores nas praças, em que sejam mais de dez (art. 137.º)
- e termina por indicar as penas em que incorrem os Corretores que contravierem às mencionadas disposições (art. 138.º a 140.º).

Além destas disposições genéricas, há ainda no Código de FERREIRA BORGES disposições especiais para os Corretores intérpretes de navios (Parte 2ª, Liv. un., Tit. 7º) e para os Corretores de seguros (Parte 2ª, Liv. un., Tit. 14, Secção 7ª).

O Senado da Câmara de Lisboa publicou, em 5 de Agosto de 1835, um edital que contém várias disposições acerca dos Corretores de fundos públicos.

---

<sup>92</sup> N. E.: *Código Comercial de Ferreira Borges*.

A 16 de Janeiro de 1837 foi publicado um decreto, aprovando o regulamento da corporação dos Corretores. Como este diploma está hoje inteiramente revogado, não nos demoraremos a expor as suas disposições.

A Carta de Lei, de 26 de Julho de 1856, regulou a escrituração dos cadernos manuais e dos protocolos dos Corretores. A 3 de Julho de 1857 publicou-se uma Portaria em que, reconhecendo que era necessário instituir uma corporação de Corretores que intervesse, legalizasse e auxiliasse as transacções comerciais na praça do Porto, que pelo progresso do movimento mercantil atingiam dia a dia um maior incremento, o governo incumbia a Associação Comercial do Porto de elaborar o regulamento dessa corporação e de indicar o número e as especialidades dos Corretores que a haviam de compor. Desta consulta à Associação Comercial resultou o Decreto de 2 de Maio de 1859, pelo qual foi instituída na praça do Porto uma corporação de Corretores. O número destes era fixado em 24 e formavam quatro grupos, a cada um dos quais competiam funções diferentes. As tarifas de corretagem seriam iguais às que estivessem ou viessem a estar estabelecidas para a praça de Lisboa. Ampliava-se também à Câmara dos Corretores do Porto, e a cada um dos seus membros, o que se achava disposto no Regulamento de 16 de Janeiro de 1837. Para o provimento dos lugares de Corretores, novamente criados por este decreto de 2 de Maio, foi mandado abrir concurso, perante o juiz do respectivo tribunal de comércio, pela Portaria de 21 de Maio do mesmo ano. Este concurso, porém, ficou deserto.

O novo Código Comercial<sup>93</sup> promulgado em 1888 dispôs acerca dos Corretores no Título VII do Livro I. Adiante estudaremos minuciosamente os preceitos deste diploma. A Portaria de 24 de Fevereiro de 1891 determinou quais as operações a que se deveria atender para fixar as cotações da Bolsa.

A comissão nomeada pela Portaria de 9 de Fevereiro de 1901, a que já nos referimos, foi igualmente incumbida de preparar a regulamentação de tudo quanto respeitasse ao cargo e funções de Corretor. Por Decreto de 10 de Outubro de 1901, foi aprovado o Regimento do Ofício de Corretor, que hoje vigora<sup>94</sup> e a que faremos adiante desenvolvida referência. O Decreto

---

<sup>93</sup> N. E.: *Código Comercial de Veiga Beirão.*

<sup>94</sup> N. E.: *Revogado pelo Decreto-Lei 8/74, de 14 de Janeiro.*



de 24 de Dezembro do mesmo ano alterou, como veremos, algumas das disposições desse Regimento.

Terminado o estudo histórico a que temos procedido, cumpre-nos salientar em breves palavras as conclusões que dele ressaltam.

Em primeiro lugar, notaremos que os Corretores, a que as mais antigas leis se referem, são unicamente Corretores de mercadorias; nem outra coisa podia suceder, numa época em que os títulos de crédito tinham ainda tão minguada importância. Hoje, pelo contrário, são os Corretores de fundos que prevalecem e é a eles que a lei mais especialmente e mais largamente consagra as suas disposições. É por este traço inconfundível que neste campo restrito se manifesta o eco e a influência da evolução económica geral, orientada sempre no predomínio do crédito e na crescente mobilização da riqueza.

A evolução do ofício do Corretor em Portugal foi gradualmente sendo dirigida, senão absorvida, pela acção do Estado. A princípio, os Corretores surgem como um elemento espontâneo, que as necessidades e os desejos do comércio bastaram para gerar. Mas a sua honestidade e a confiança geral de que gozavam foram aumentando sucessivamente a sua importância, e assim foi o Estado levado a atribuir-lhes certos monopólios e certas funções oficiais. Sem dúvida o comércio reagiu, por vezes, contra estas imposições legais, e numerosos e constantes esforços dos governos, que se traduziram noutros tantos diplomas, foram necessários para levar o público a recorrer com mais frequência aos intermediários oficiais.

Mas a porfiada acção governativa acabou por vencer e sem a menor relutância se chegou a estabelecer o amplo monopólio, tão severamente garantido, que em favor dos Corretores consagra a nossa legislação actual. Esta carecia de corresponder à aceitação do público e de conservar a sua justa simpatia e por isso foi aperfeiçoando e ampliando as suas disposições.

A publicação de numerosos e importantes diplomas legais constitui, tanto para os Corretores como para as Bolsas, o facto culminante do último período da sua evolução histórica. Dos detalhes da organização que esses diplomas estabeleceram, da sua crítica e do seu confronto com as organizações estrangeiras nos cumpre agora falar, e esse será o objecto dos capítulos que se seguem.

## BIBLIOGRAFIA

136

- BALBI (Adrien) – *Varietés politico-statistique sur la monarchie portugaise* – Paris, 1822. – Rey et Gravier.
- COELHO DA ROCHA (M. A.) – *Ensaio sobre a história do governo e da legislação em Portugal* – Coimbra, 1887 – Imprensa da Universidade.
- COSTA LOBO (A. de Sousa Silva) – *História da sociedade em Portugal no século xv* – Lisboa, 1904. – Imprensa Nacional.
- FERREIRA BORGES (José) – *Das fontes, especialidade e excellencia da administração commercial, segundo o Codigo commercial portuguez* – Porto, 1835. – Typographia commercial portuense
- *Diccionario jurídico commercial* – Porto, 1856. – Typographia de Sebastião José Pereira.
- FIGUEIREDO (José Anastacio de) – *Sinopse cronológica de subsídios, ainda os mais raros, para a história e estudo crítico da legislação portuguesa* – Tomo II – Lisboa, 1790. – Oficinas da Academia Real das Ciências.
- GAMA (Arnaldo) – *A última dona de S. Nicolau* – Lisboa, 1891 – Parceria A. M. Pereira.
- GAMA BARROS (Henrique de) – *História da administração pública em Portugal nos séculos xii a xv* – Vol. II – 1896. – Tipografia da Academia Real das Ciências.
- LISBOA (José da Silva) – *Princípios de direito mercantil* – T. V – *Dos contractos mercantis* – Lisboa, 1819. – Na impressão regia.
- MARNOCO E SOUSA (Dr.) – *Das letras, livranças e cheques* – Vol. I – Coimbra, 1905. – F. França Amado.
- PINHEIRO CHAGAS (M.) – *História de Portugal* – Lisboa.
- PEREZ PUJOL (D. Eduardo) – *Historia de las instituciones sociales de la España goda* – Vol. I e VI – Madrid, 1896. – Fernando Fé.
- PIMENTEL (Díogo Pereira Forjaz de Sampaio) – *Anotações ao Código de Comércio Portugues* – Vol. 1 – Coimbra, 1866 – Imprensa da Universidade.
- REBELO DA SILVA (Luiz Augusto) – *História de Portugal nos séculos xvii e xviii* – Lisboa, 1860-1871. – Imprensa Nacional.
- REIS (José Alberto dos) – *Dos títulos ao portador* – Coimbra, 1899 – França Amado.
- RIBEIRO (João Pedro) – *Dissertações chronologicas e criticas sobre a historia e jurisprudencia ecclesiastica e civil de Portugal* – Vol. I e III – Lisboa, 1810 e 1813 – Tipografia da Academia Real das Ciências.
- SOCIEDADE DE HOMENS DE LETTRAS – *História de Portugal desde os tempos mais remotos até á actualidade*, escrita segundo plano de F. Diniz – Lisboa.

**PARTE III**

**DA ORGANIZAÇÃO DAS BOLSAS**

(Página deixada propositadamente em branco)

## **CAPÍTULO I**

### **OS PRINCÍPIOS E A ORGANIZAÇÃO PORTUGUESA**

#### **SUMÁRIO:**

- I. – Instituição, administração e extinção das Bolsas.
- II. – Condições de admissão e casos de exclusão.
- III. – Empregados.
- IV. – Condições materiais do funcionamento das Bolsas.
- V. – Polícia interna e externa das Bolsas.
- VI. – Receitas e despesas da Bolsa; sua gerência.

#### **I. INSTITUIÇÃO, ADMINISTRAÇÃO E EXTINÇÃO DAS BOLSAS**

Segundo o nosso Código Comercial, a Bolsa é um estabelecimento público legalmente autorizado, onde se reúnem os comerciantes e os agentes de comércio para concertarem ou cumprirem as operações comerciais constantes do Título VIII do Livro II do nosso Código (art. 82º)<sup>95</sup>. Ora, segundo este Título, vemos que na Bolsa se pode negociar sobre títulos de crédito público ou fundos públicos (art. 381º nº 1º e § único)<sup>96</sup>, sobre títulos de crédito

---

<sup>95</sup> N. E.: Para esclarecimento, este artigo 82º situa-se no Título VIII - Dos lugares destinados ao comércio - do Livro I do Código Veiga Beirão. A lista dos activos negociáveis em Bolsa consta do Art. 351º no Título VIII - Das Operações de Bolsa - mas do Livro II.

<sup>96</sup> N. E.: Há aqui um erro de impressão do nº do artigo do Código. Na realidade trata-se do Art. 351º.

privado – acções e obrigações (art. cit. n.º 2º), sobre valores metálicos de toda a espécie (art. cit. n.º 3º), sobre letras, livranças e cheques (art. cit. n.º 5º)<sup>97</sup>, sobre transportes terrestres, fluviais ou marítimos (art. cit. n.º 6º), sobre fretamento, afretamento, venda e hipoteca de navios (art. cit. n.º 7º), sobre bens e direitos imóveis (art. cit. n.º 8º), e, finalmente, que ainda nelas se podem fazer leilões por intervenção de Corretor (art. cit. n.º 9º).

Deste modo nos dá o Código a noção precisa do que sejam as Bolsas e louvável é o sistema que ele seguiu, abstraindo de definições sempre vagas e discutíveis e limitando-se a caracterizar as Bolsas pelo fim a que se destinam. Mas nas Bolsas nem sempre se podem realizar todas as operações enumeradas, que, a bem dizer, representam todas as categorias de operações realizáveis em comércio. Em certos casos, até hoje sem exemplo entre nós, pode a Bolsa ser exclusivamente destinada a alguma ou algumas categorias das operações indicadas (art. 82º; Reg. de 8 de Outubro de 1889, art. 2º).

Mas a quem compete fazer a instituição das Bolsas e, portanto, a determinação do fim mais ou menos amplo a que se destinam? Entre nós é ao Governo, segundo dispõem expressamente o Código Comercial (art. 83º) e o Regulamento das Bolsas, de 10 de Outubro de 1901 (art. 1º). Nota-se, porém, uma pequena divergência entre as duas disposições legais citadas. O Código declara a instituição das Bolsas dependente de autorização do Governo. O Regulamento diz que as Bolsas de fundos públicos e particulares e de quaisquer outros papéis de crédito serão autorizadas pelo ministro das Obras Públicas, Comércio e Indústria, sob proposta da Associação Comercial, ouvido o Conselho geral do comércio e indústria<sup>98</sup>.

Em dois pontos divergem pois estes artigos. Em primeiro lugar, o Regulamento parece que só exige a autorização governamental para as Bolsas de fundos públicos, fundos particulares e papéis de crédito, isto é, para as Bolsas de valores mobiliários; o Código exigia pelo contrário

---

<sup>97</sup> N. E.: *Novamente deve haver erro de impressão uma vez que as letras, livranças e cheques são referidos no início do nº2 do artigo em pauta.*

<sup>98</sup> N. A.: O Regulamento fala em Câmaras de Comércio e só na falta destas atribui essa iniciativa às Associações Comerciais. Ao tempo da promulgação do Regulamento, existia de facto em Lisboa uma Câmara de Comércio. Pelo Decreto de 27 de Junho de 1903 fundiu-se a Câmara de Comércio com a Associação Comercial e portanto é sempre a esta que incumbem todas as funções postas a cargo das Câmaras de Comércio pelo Regulamento de 1901.

essa autorização indistintamente para todas as Bolsas. Em segundo lugar, o Código só mencionava o Governo como exercendo esta iniciativa, ao passo que o Regulamento manda-lhe apenas aprovar a proposta da Associação Comercial. Parece-nos todavia possível conciliar estas duas regras aparentemente opostas.

No primeiro caso, visto o Regulamento não fazer menção expressa da disposição do Código e nada dispor quanto às Bolsas de mercadorias, seguros, etc., parece-nos que se deve ver aí apenas um lapso do legislador. Impressionado pela importância preponderante das Bolsas de valores, só destas se lembrou; porém, tão lamentável esquecimento não nos habilita a dar por revogada a disposição do Código e a considerar livre a instituição das Bolsas em qualquer caso. Atribuímos o facto a um esquecimento, porque nenhuma razão há para fazer distinção neste ponto entre uma e outra categoria de Bolsas, e também porque o facto de entre nós não existirem Bolsas separadas das duas categorias justifica em parte a incorrecção do Regulamento, que noutros artigos mostra aplicar-se às Bolsas de Mercadorias tanto como às Bolsas de Valores Mobiliários.

Quanto à segunda divergência deve-se seguir a mesma orientação conciliadora, tanto mais que o Código, falando da “autorização do Governo”, pressupõe já um acto anterior a que esta autorização se aplica. Deste modo o Regulamento, referindo-se à proposta da Associação Comercial, apenas vem indicar qual é esse acto.

De resto este sistema é o mais conveniente de quantos têm sido apresentados. Só as Associações locais podem conhecer devidamente as condições do meio comercial que as rodeia, e saber se para o seu progresso é ou não necessário o estabelecimento de uma Bolsa. A elas cumpre elucidar o Governo com a sua proposta, pois nem outro meio de informação tão cabal ele poderia ter ao seu dispor.

Como se vê, admitimos a intervenção do Estado na instituição da Bolsa, ainda que restrita, por lhe não reconhecemos a iniciativa absoluta da sua criação. Muitos autores, porém, sustentam um princípio declaradamente oposto, repudiando toda a intervenção do Estado. Na organização por eles preconizada deve o Estado permitir aos interessados que se reúnam livremente, criando assim os mercados ou as Bolsas que julgarem úteis. A essa

reunião caberia justamente a designação legal de associação de classe<sup>99</sup>; seria uma associação de classe de financeiros. A ela competiria regular pelos seus estatutos as condições de admissão dos sócios, as obrigações a respeitar na Bolsa, o emprego de intermediários ou Corretores, a conservação do edifício em que se instalasse, etc. Pertencer-lhe-ia igualmente a publicação do Boletim das Cotações, que teria a força e o valor de um simples documento particular. Como veremos, é esta, nos seus traços gerais, a organização das Bolsas livres da Inglaterra e dos Estados Unidos da América do Norte.

Os principais argumentos, que se costumam invocar em favor da liberdade da Bolsa, são os seguintes:

- a) O direito de reunião tanto deve ser reconhecido aos comerciantes, como aos não comerciantes. Em nome dos princípios constitucionais de liberdade de reunião e de liberdade de associação, o Estado deve permitir aos comerciantes que constituam Bolsas onde e quando queiram, independentemente da sua autorização. (Conf. Acto Adicional, de 24 de Julho de 1885, art. 10º).
- b) A Bolsa não é um estabelecimento do Estado, ao qual incumbe a função de fixar as cotações dos valores, mas sim uma reunião de comerciantes, que tem em vista facilitar-lhes as suas transacções e da qual resulta como consequência indirecta a determinação da cotação. Não se trata aqui de um direito concedido pelo Estado e que as Bolsas exercem; há apenas um facto natural, que se há de dar necessariamente, quer a Bolsa seja livre, quer esteja subordinada a ingerência governativa.
- c) Se o comércio quiser fundar duas ou mais Bolsas, ainda contra a vontade do governo, será impossível evitar que o faça. De facto, na maioria das grandes cidades, ao lado da Bolsa oficial existe sempre uma Bolsa clandestina e ilegal.
- d) Só as corporações locais, e melhor ainda as Associações Comerciais, são competentes para avaliar da oportunidade do estabelecimento de

---

<sup>99</sup> N. A.: Vide Decreto de 9 de Maio de 1891.



uma Bolsa. A elas pois, e não ao governo, deve pertencer a criação livre desta.

- e) As despesas de conservação dos edifícios, a que a fundação das Bolsas obriga, é uma garantia segura de que elas não se hão de multiplicar em excesso, mesmo num regime de absoluta liberdade.
- f) Independentemente da ingerência governativa, pode-se legalmente impor a todas as Bolsas a adopção de um mesmo sistema, em ordem a uniformizar as indicações dos Boletins das Cotações.

A estes vários argumentos outros, porém, se podem opor, de não menos peso. Assim a ingerência do Estado justifica-se pelas seguintes razões:

- a) O comércio de Bolsa é um comércio de uma natureza muito especial; não interessa somente àqueles que o praticam, mas a toda a sociedade de um país. É na Bolsa que se valorizam os títulos da dívida pública, as operações da Bolsa podem pois afectar gravemente o crédito do Estado, e justo é que este empregue todos os seus esforços para o manter alto e inviolável. O mesmo sucede com o crédito das sociedades anónimas na cotação das suas acções e obrigações e com os dos particulares na negociação das suas letras e cheques. Tão íntima ligação existe entre o movimento das Bolsas e o comércio geral de um país, que mal se compreenderia que a sua direcção fosse por completo abandonada à iniciativa particular. Se há algum exagero, há também uma grande parte de verdade no conceito de alguns escritores, que declaram a Bolsa um serviço público.
- b) O interesse directo do Estado e da colectividade justificam neste caso especial a restrição do direito da reunião. Não se pode admitir que este direito seja ilimitado, nem que ofenda as conveniências sociais. A cada passo vemos que lhe são impostas restrições, em nome da ordem pública que se pretende salvaguardar; com respeito à reunião da Bolsa não se faz mais do que seguir essa regra tão usual.
- c) Ao Estado compete velar pela sinceridade e pela lealdade das transacções da Bolsa. Cumpre-lhe defender os comerciantes contra os seus próprios excessos e tutelar a boa-fé dos incautos contra as extorsões

dos prevaricadores. É com este carácter que muitas vezes se dá a ingerência do Estado na Bolsa; assim é, por exemplo, que se faz depender do seu consentimento a admissão à cotação dos fundos estrangeiros.

- d) No interesse geral, torna-se indispensável, que exista plena uniformidade entre as listas da cotação das diversas Bolsas do país, e mais ainda entre os boletins das diversas Bolsas de uma praça, se mais do que uma existir na mesma cidade. Ora este resultado só se pode obter pela intervenção superior e unificadora do Estado.
- e) A experiência demonstra que o comércio de Bolsa carece sempre de ser regulamentado, seja pelo Estado, seja pelas associações particulares; em parte alguma se deixa liberdade absoluta em tal campo à iniciativa individual. De resto, na maioria dos países, como veremos, é ao Estado que compete esta função, devendo ainda notar-se, por curioso, que, onde o Estado predomina, é mais livre a entrada na Bolsa, e que, onde, pelo contrário, dominam as associações, a Bolsa converte-se num verdadeiro monopólio.
- f) É certo que a cotação resulta, não do exercício pela Bolsa de um direito ou de uma função pública, mas sim do jogo natural das transacções. Mas para que a estas se deva a fixação dos cursos, é necessário que haja conhecimento delas, que elas sejam, por assim dizer, denunciadas ao público. Esta é a função essencial das Bolsas; por isso e não pelas simples transacções comerciais se fixa a cotação. Não se pode pois dizer que só aos comerciantes se deve essa função, nem daí concluir que o Estado nada tem com ela e que é ilegítima a sua ingerência.

Os argumentos, que acabámos de expor, parecem-nos justificar suficientemente a acção do Estado na Bolsa. Mas dos argumentos sustentados pela opinião contrária alguma coisa fica contudo de pé, que nos mostra a inconveniência de exagerar a influência do Estado nas Bolsas.

A influência sobre as Bolsas deve ser exercida simultaneamente pelo Estado e pelas corporações comerciais. O Estado só deve intervir directamente nas decisões das questões mais importantes e deve ter o poder

necessário para anular as decisões tomadas pelas corporações comerciais. Paralelamente, nada deve resolver sem ter ouvido as ditas corporações e a estas deve confiar a execução das medidas que decretar. A fundação da Bolsa deve ser de iniciativa dos comerciantes, mas ao Estado deve pertencer o estabelecimento das suas normas fundamentais em regulamentos apropriados. Para alguns detalhes técnicos é preferível entregar a regulamentação às Associações Comerciais, subordinando-a à homologação do Governo, para garantir o completo acordo desses regulamentos com as normas gerais.

Mas ainda, dentro dos dois grupos de órgãos – Estado e corporações comerciais – se podem subdividir as diversas funções de direcção. Em muitos países o Estado delega às municipalidades certas atribuições, designadamente a polícia. Também nos órgãos comerciais se podem subdividir as funções por duas entidades: as associações de comércio gerais, às quais se confia ordinariamente a administração orçamental, a cobrança das receitas, a conservação e reparação dos edifícios, etc.; as corporações dos intermediários da Bolsa ou Corretores, que geralmente desempenham o principal papel na direcção do funcionamento da Bolsa – é claro, que para isto é condição essencial serem os Corretores oficiais públicos:

Entre nós adoptou-se esta divisão de funções pelo Estado, pelas Associações Comerciais e pelas Corporações dos Corretores.

Já vimos que ao Estado compete instituir as Bolsas. Cumpre-lhe igualmente exercer a inspecção superior das Bolsas e a fiscalização das operações que nelas se fizerem, por intermédio do Ministério das Obras Públicas, Comércio e Indústria (Reg. cit., art. 2º). A este, segundo o Código Comercial, compete também fazer os regulamentos necessários para o seu regime, polícia e serviço (Cod. Com., art. 83º).

Porém, o Decreto que aprovou o Regulamento das Bolsas dispôs que as Associações Comerciais das praças, onde elas existissem, fariam os seus regulamentos gerais e internos, sendo estes submetidos à aprovação do Ministério das Obras Públicas, Comércio e Indústria e por este publicados com a respectiva aprovação (art. 2º).

Só no caso de as Associações Comerciais não apresentarem num prazo razoável os regulamentos, é que à repartição do comércio do Ministério das Obras Públicas, Comércio e Indústria pertence a elaboração desses

regulamentos (Dec., art. 2º, § único). Portanto, o Decreto revogou nesta parte o Código Comercial. Mantém a intervenção do Governo, mas só como confirmadora da obra das associações e não como exercendo por si a iniciativa da regulamentação. Em face dos princípios que apresentámos, é preferível este sistema ao do Código Comercial.

Mas além da proposição dos regulamentos gerais, compete ainda à Associação Comercial da localidade ou, se houver mais de uma, à mais antiga e, não havendo nenhuma, ao secretário do respectivo tribunal do comércio exercer superintendência nas Bolsas (Cod., art. 84º; Reg., art. 3 e §§). Para o exercício desta função, devem a associação ou o secretário do tribunal nomear uma comissão de três membros eleita por dois anos (Reg., art. 3º, §§ 1º e 2º; Dec. de 30 de Out. de 1903, art. 1º e §§). Para o fiel desempenho do seu mandato tem esta comissão a faculdade de:

- a) Assistir às sessões diárias da Bolsa na tribuna ou recinto reservado;
- b) Reclamar dos Corretores e do fiscal as informações de que carecer, não violando o segredo profissional a que estes são obrigados (Conf. Cod. Com., art. 68º, nº 3);
- c) Examinar os registos e outros papéis da Bolsa, com excepção dos protocolos e cadernos manuais dos Corretores;
- d) Verificar o modo por que são cumpridas pela Câmara dos Corretores as disposições legais relativas à admissão à cotação oficial dos fundos estrangeiros e dos títulos de crédito nacionais que não sejam fundos públicos;
- e) Assistir ao acto da fixação diária do preço ou curso corrente das negociações feitas na Bolsa, a fim de verificar como são cumpridas as disposições legais sobre o assunto, rubricando quando seja conveniente as folhas do livro dos mapas das operações diárias;
- f) Fiscalizar a arrecadação das receitas e a sua entrega nos cofres públicos;
- g) Assistir às sessões da Câmara dos Corretores, sem poder intervir nas suas decisões (art. 2º).

O síndico da Câmara dos Corretores deve entregar mensalmente ao presidente desta Comissão:

- a) A nota dos fundos admitidos à cotação;
- b) A nota das receitas da Bolsa (art. 3º).

A comissão deve apresentar ao Governo um relatório anual e todos os mais exigidos pelas especiais ocorrências que se derem na Bolsa e que devam ser logo comunicadas ao Governo (art. 4º). Incumbe ainda a esta comissão, por intermédio da Associação Comercial, expor ao Governo as modificações que julgar conveniente introduzir nos regulamentos da Bolsa (art. 5º). A direcção da Associação Comercial pode também tomar a iniciativa de propor essas reformas, tendo ouvido a respectiva comissão, e ainda lhe compete dar parecer sobre certas propostas que à Câmara dos Corretores compete apresentar (art. 5º).

Mas na elaboração dos regulamentos de serviço interno ou exigidos pelas condições especiais de cada Bolsa intervém ainda a Câmara dos Corretores. A esta compete fazê-los, sobre eles dá parecer a Associação Comercial, e o Ministério das Obras Públicas Comércio e Indústria aprova-os (Reg. cit., art. 76º). Pelo mesmo processo se podem publicar decretos alterando os regulamentos em vigor na parte não referente às taxas sobre admissão à cotação ou sobre operações a prazo, à constituição do fundo especial das Bolsas e às suas aplicações (Reg., art. 75º).

É justamente atribuída a iniciativa destes regulamentos ou alterações à Câmara dos Corretores. Com efeito, na Bolsa a repetição entre os seus frequentadores de certos contratos com igual conteúdo gera alguns usos e tradições, que acabam por fazer parte tacitamente das estipulações do contrato; é todavia conveniente coligir esses usos em diplomas apropriados, como são os regulamentos de que aqui se trata.

À Câmara dos Corretores, representada pela sua comissão de administração e pelo síndico, incumbe ainda dirigir interna e directamente as Bolsas (Reg., art. 4º).

Regula a nossa legislação a instituição, regulamentação e administração das Bolsas, mas não providencia acerca da sua extinção. Ora, bem pode suceder que, pela decadência de um meio comercial, a Bolsa se torne não só inútil pela falta de transacções, como ainda prejudicial pelas despesas a que obriga. Necessário é, pois, que neste caso alguém tenha o direito de

a suprimir. Como em última análise se vem assim revogar uma autorização anterior, natural é que essa faculdade pertença a quem deu a dita autorização e, portanto entre nós, deve caber ao Governo, sob proposta ou por iniciativa da Associação Comercial.

## II. CONDIÇÕES DE ADMISSÃO E CASOS DE EXCLUSÃO

Acerca do direito de entrada nas Bolsas, dois sistemas têm sido apresentados: a) o da entrada restrita; b) o da entrada livre.

Segundo o primeiro, a Bolsa não deve ser pública; só nela devem entrar os frequentadores, que praticam um certo número de transacções, todos ou quase todos os dias, aqueles cuja presença na Bolsa é útil, e os que exercem profissões mais ou menos ligadas com a Bolsa, tais como os jornalistas<sup>100</sup>, notários, banqueiros, etc. Assim, todos os indivíduos indignos seriam excluídos da Bolsa.

Em favor deste sistema, alegam-se varias considerações, de entre as quais as seguintes:

- a) A necessidade de afastar da Bolsa os indivíduos criminosos ou simplesmente desonestos, cujo contacto é desagradável para todo o comerciante sério, e a quem se devem a maior parte dos abusos e fraudes, tão vivamente censurados nas Bolsas;
- b) A impossibilidade de manter a disciplina necessária na Bolsa, onde, mesmo com um público restrito, há por vezes dificuldades em fazê-la observar.

Para a efectivação deste sistema há vários processos a empregar. Pode-se fazer depender a entrada na Bolsa da prestação prévia de uma caução.

---

<sup>100</sup> N. E.: *Note-se que, já nesta época, era sentido como importante o papel dos meios de comunicação social para a divulgação deste mercado e para haver algum controlo público sobre o seu funcionamento. Infelizmente, o país não tem preparado um corpo de profissionais deste ramo para tratarem com atenção e com rigor matérias tão técnicas, mas tão relevantes, para a população em geral.*

Pode-se também exigir um bilhete, que só será entregue aos frequentadores, o que em nada prejudicaria aqueles que só excepcionalmente vão à Bolsa, pois em regra não dão ordens no decurso da sessão e, mesmo quando o façam, terão facilmente meio de as fazer chegar às mãos dos Corretores. Por último, há o sistema seguido na Bolsa de Berlim; aí é necessária uma recomendação por escrito de três frequentadores da Bolsa, aos quais pode ser exigida uma caução ou garantia e que devem declarar solenemente que o seu protegido é digno de entrar na Bolsa; a proposta é afixada por espaço de 8 dias e só depois apreciada e resolvida pelas instâncias competentes; se o novo admitido se revelar um homem desonesto ou indigno, poderão ser impostas penas disciplinares aos seus apresentantes. Para os forasteiros basta um pedido de um frequentador, para lhes ser concedido temporariamente um bilhete de entrada.

Este sistema restritivo tem graves inconvenientes, pois constitui um embaraço ao comércio. É sobretudo mau para os países, como o nosso, em que tais restrições não são habituais e em que a Bolsa tem pouco movimento; nestes o que é indispensável é promover por todos os meios o progresso do comércio, para o que não pouco contribui a absoluta liberdade do seu exercício. As modalidades de execução prática deste sistema prestam-se igualmente à crítica. Assim a exigência da caução é um meio injusto; os que forem ricos e indignos não hesitarão muitas vezes em perdê-la para ter entrada na Bolsa; pelo contrário os que forem dignos e por ventura os mais hábeis, mas sem meios de fortuna, ficam inexoravelmente excluídos da Bolsa. O processo das recomendações perde pouco a pouco da sua sinceridade e converte-se numa formalidade sem valor; assim sucedeu na Bolsa de Berlim, onde nunca logrou evitar a entrada de muitos desonestos.

Por isso entendem alguns autores que a Bolsa deve ser pública; podendo-se admitir os bilhetes como meio de ordem, mas sendo obrigatória a sua entrega a todos. Todos podem ter mais ou menos necessidade de ir à Bolsa, e, por isso, a todos deve ser lícita a sua entrada.

É certo, porém, que esta liberdade não pode ser ilimitada. Por melhor que seja a organização da Bolsa e por mais perfeitas que sejam as suas normas regulamentares, tudo se tornará inútil, logo que os indivíduos que nela entrem estejam decididos a não cumprir as suas regras.

O ideal seria que todos os membros da Bolsa tivessem a noção precisa de tudo o que é permitido e de tudo o que é proibido a um comerciante honesto, e que com essa noção conformassem os seus actos. Para nos aproximarmos desse ideal, não devemos porém transformar a Bolsa numa corporação fechada. Mantendo o princípio da livre entrada, basta proibi-la a todos os que possam comprometer o crédito da instituição e cujo contacto seja desagradável para os homens honestos, e ainda estatuir essa proibição, como uma pena, para certos casos, mas poucos, pois de outro modo perderia o seu carácter necessário de medida de excepção e, conseqüentemente, a sua eficácia penal.

Estudemos pois estes casos de exclusão da Bolsa, em face da nossa lei, e façamos simultaneamente a apreciação dela.

O Regulamento de 1901 estabelece, em princípio, a livre entrada nas Bolsas de todas as pessoas decentemente vestidas nacionais ou estrangeiras (art. 15º). Antigamente, costumavam os estrangeiros ser inibidos de entrar na Bolsa; hoje, porém, concede-se-lhes igualdade neste ponto com os nacionais. Assim fez o Regulamento, e a meu ver acertadamente, pois a solidariedade internacional, que tanto se manifesta no comércio moderno, exige a eliminação de qualquer medida de excepção contrária aos estrangeiros.

Consagrado o princípio geral de liberdade, estabelece a seguir o Regulamento várias restrições. A primeira refere-se ao comerciante falido não reabilitado (art. 15º, nº 1). A falência antes da reabilitação envolve sempre uma presunção desfavorável para o comerciante; a não satisfação dos seus compromissos é ordinariamente devida à fraude ou à negligência. Justo é, pois, que se poupe aos demais comerciantes o contacto na Bolsa com um membro desprestigiado da sua classe. Entendemos apenas que, com tanta ou mais razão, se devia vedar a entrada na Bolsa aos insolventes civis; não se compreende como num estabelecimento comercial pode ser tratado com mais favor um não-comerciante do que um comerciante. Esta questão, porém, liga-se a outra mais geral: a da tão necessária equiparação dos insolventes civis com os insolventes comerciais, de que agora nos não cumpre tratar.

A segunda restrição refere-se aos que estiverem privados por sentença dos seus direitos civis (art. 15º, nº 2). Esta disposição é perfeitamente



absurda. O seu carácter de medida de excepção obriga-nos a interpretá-la restritivamente, o que ainda agrava os dislates que dela resultam.

Em primeiro lugar, a suspensão dos direitos civis não existe com um carácter penal. Nem nos art. 54º a 73º, que enumeram e determinam as penas legais, nem nos art. 74º a 83º, que fixam os efeitos das penas, fala o Código Penal em suspensão de direitos civis. E, como é sabido, por este silêncio do Código Penal se reconhece geralmente terem sido revogados os art. 355º e seg. do Código Civil, que admitiam a incapacidade civil por efeito de sentença penal condenatória. Portanto, no campo penal, nada há que possa dar lugar à aplicação da norma legal e assim teremos que admitir que, para os mais perigosos delinquentes, para os que se assinalarem mesmo na reincidência frequente dos mais graves crimes, nada lhes proíbe entrarem na Bolsa.

Uma simples falência, ainda casual, tira ao negociante a faculdade de entrar na Bolsa; a acumulação de roubos, de burlas, de abusos de confiança em nada altera nesse ponto os direitos daquele, que por tais actos excitou o ódio e o desprezo dos seus concidadãos!

Mas ainda no campo civil, a disposição do regulamento é difficilmente applicável. Em caso algum, uma sentença pode privar um indivíduo dos seus direitos civis; na interdição por demência (Cod. Civ., art. 314 e seg.), por surdo-mutismo (Cod. cit., art. 337 e seg.) ou por prodigalidade (art. 340 e seg.), pode o interdito ser privado do exercício de todos ou de parte dos seus direitos civis; nunca os direitos em si lhe podem ser tirados.

Assim, a incúria e a ignorância do legislador neste ponto foram de tal ordem, que estabeleceu uma norma insusceptível de ser applicada praticamente, em face dos princípios jurídicos tomados no seu rigor.

Como, porém, a missão do intérprete consiste em conciliar, sempre que isso lhe for possível, as disposições legais antinómicas e como é inadmissível a existência de uma norma legal sem applicação prática, devemos entender que houve aqui um lapso, verdadeiramente fantástico, do legislador e que a sua ideia era referir-se à privação por sentença do exercício dos direitos civis. Nestes termos, devemos considerar como excluído da Bolsa o interdito por demência, por surdo-mutismo ou por prodigalidade.

Mas ainda outro curioso absurdo envolve esta tão extraordinária norma legal. Impedindo a entrada na Bolsa dos incapazes por sentença judicial,

nada dispôs acerca dos que são incapazes por natureza, dos que o são, sempre, e em todos os casos – dos menores. A estes, a entrada fica livre, pois não são privados por sentença alguma do exercício dos seus direitos civis.

Como se explicará esta contradição da lei? A meu ver é tão absurda, que razão alguma se poderá encontrar que a justifique. Na prática é necessário inclinar-se perante a sua força legal e abrir as Bolsas aos menores, onde a sua presença só será incômoda e inútil, quando mesmo não seja prejudicial! A nosso ver, a entrada dos menores nas Bolsas só deveria ser admitida quando eles fossem comerciantes.

Acerca das mulheres também não providencia o Regulamento, e, portanto, acham-se incluídas na regra geral de liberdade. Nas legislações estrangeiras distingue-se entre as mulheres que são comerciantes e as que o não são; as primeiras têm sempre livre acesso à Bolsa, o qual, pelo contrário, costuma ser vedado às segundas. É justa esta distinção, pois uma mulher, que não seja comerciante, nada tem que fazer na Bolsa.

A terceira restrição da nossa lei refere-se aos Corretores que tenham sido demitidos do seu ofício ou que estejam suspensos (art. 15º nº 3). A demissão ou a suspensão de um Corretor tem necessariamente por causa um acto incorrecto que ele haja praticado. Portanto, é justo que a essas penas corresponda uma presunção de indignidade que o exclua da Bolsa. Demais, a sua presença no lugar, onde exercia anteriormente a sua função, pode ser perigosa. Ocultando a sua nova situação àqueles que porventura a não conheçam, poderão esses ex-corretores ludibriar os incautos e cometer censuráveis irregularidades. Para não dar ocasião a tais desmandos, é bem justificada a restrição regulamentar.

São igualmente excluídos da Bolsa os que tiverem sido condenados por abusiva ingerência nas operações de comércio da competência exclusiva dos Corretores (art. 15º, nº 4). Esta norma é muito útil, não só no seu aspecto repressivo, como principalmente no seu carácter preventivo. A expulsão da Bolsa constitui para muitos uma terrível ameaça, que poderá evitar da sua parte actos incorrectos, como é o de se intrometer nas operações dos Corretores. É geralmente admitido este preceito em todos os países que têm a Bolsa oficialmente regulamentada.

Por último, o novo Regulamento proíbe a admissão na Bolsa dos que, sem motivo legal, houverem faltado ao cumprimento de alguma obrigação contraída em negociação celebrada na Bolsa (art. 15º, nº 5). Da mesma forma que a antecedente, esta restrição, tendente a manter um espírito de elevada correcção nas transacções comerciais, justifica-se principalmente pela eficácia da sua acção preventiva.

A crítica por nós feita às várias disposições do Regulamento das Bolsas indica as alterações de que elas carecem. Mas, além das alterações das disposições existentes, é ainda necessário incluir no Regulamento alguns preceitos novos.

Assim, a prática de um crime deve em certos casos ter como consequência a exclusão da Bolsa. Dizemos, em certos casos, porque alguns crimes, ainda que exijam uma repressão social, não afectam a honestidade comercial de quem os pratica, nem, portanto, devem restringir a sua capacidade de negociar. Tais são, entre outros, os crimes de paixão, mesmo nas suas formas mais graves – os homicídios. De um modo geral, podemos dizer que só os crimes que ofendem os sentimentos de honestidade, tais como as burlas, os abusos de confiança, a fraude, o furto, etc., é que devem influir na admissão à Bolsa. Mas, ainda nestes, terminada de um modo completo a reparação civil dos seus efeitos, poderá o agente recuperar a plenitude da sua capacidade comercial.

Os Corretores que caluniarem os seus colegas, e todos aqueles que espalharem boatos falsos, pela afixação de telegramas forjados ou por qualquer outro meio, não devem ser admitidos à Bolsa.

O nosso Regulamento proíbe a afixação e circulação na Bolsa de telegramas bolsistas, que não sejam os enviados à Câmara dos Corretores, que têm carácter oficial (art. 54º), e impõe aos que delas forem autores a multa de 20\$000 reis ou do dobro, pela reincidência, e a pena aplicada ao crime de burla (art. 73º). Todavia, não manda excluir da Bolsa os indivíduos para os quais comina tão severas penas, o que mal se justifica.

Para todos os casos que temos enumerado, é necessário que a exclusão seja proferida pela Câmara dos Corretores para que se torne efectiva (art. 15º, § 2º). Mas, numa hipótese especial, pode o fiscal por si só decidir e fazer executar a exclusão – quando um indivíduo perturbar a ordem, transgredir os regulamentos ou ofender o decore da Bolsa (art. 15º, §§ 1 e 2).

Mas todos os indivíduos, não incluídos nas restrições anteriormente indicadas, podendo entrar na Bolsa, não podem invadir o seu recinto reservado, de que adiante falaremos (art. 16°). Se o fizerem, incorrerão na multa de 10\$000 reis e do dobro em caso de reincidência (art. 71°).

Do mesmo modo, lhes é defeso intrometerem-se nas funções dos Corretores e pregoeiros, interrompê-los ou por qualquer forma perturbá-los no exercício das suas funções (art. 16°) e entrarem armados no edifício da Bolsa, quando não sejam agentes da autoridade ou da força pública legalmente requisitados (art. 20°). À transgressão corresponde, no primeiro caso, a multa de 10\$000 reis e do dobro no caso de reincidência (art. 72°); no segundo caso, a mesma multa, além das penalidades estabelecidas na lei comum (art. 74°; conf. Código Penal, art. 253°, § 1° e seg.).

### III. EMPREGADOS

Na Bolsa pode haver os seguintes empregados, estando todos eles subordinados ao síndico e dependentes da Direcção geral do Comércio e Indústria (art. 4°): um fiscal, um ajudante de fiscal, um pregoeiro oficial, um guarda-portão, um contínuo e servente (art. 5° e § único). Os seus ordenados estão fixados, para a Bolsa de Lisboa, pela Portaria de 21 de Novembro de 1901 e, para a do Porto, pela Portaria de 17 de Outubro de 1891.

O fiscal é um oficial público (art.7°), desempenhando as funções de comissário do Governo junto da Bolsa. O fiscal, que deve ter prática do comércio, conhecer as línguas francesa e inglesa e de preferência ser habilitado com o curso superior de comércio (art.7° § 1°), é nomeado ou demitido pelo governo, sob proposta da Câmara dos Corretores e ouvida a Associação Comercial (art. 6°). As suas funções consistem, de um modo geral, em desempenhar os serviços de escrituração e manter a ordem e a polícia nas Bolsas (art. 7°). Mais especialmente cumpre-lhe:

- a) Providenciar acerca do serviço e expediente da Bolsa. (art. 7° § 2° n° 1°);
- b) Registrar diariamente em livros apropriados, que são públicos, as entradas e saídas dos navios, os nomes dos que estiverem à carga,

próximos a seguir viagem, e os portos a que se destinarem, mencionando o dia e a hora em que recebam malas (art. 7º § 2º, nº 2º). Para o habilitarem a cumprir esta obrigação, os funcionários competentes do correio e dos portos de mar devem remeter diariamente ao fiscal, os primeiros, os boletins das partes dos navios a sair e os dias e as horas em que recebem as malas, e os segundos, o boletim das entradas e saídas de navios. (Reg. de 1889, art, 8º);

- c) Assistir às operações anunciadas pelo pregoeiro, registrando os seus preços e condições nos livros respectivos. (art. 7º § 2º. nº 3º);
- d) Rubricar e numerar os anúncios que sejam afixados na praça. (art. 7º § 2º, nº 4º);
- e) Dar conta mensal ao síndico dos réditos da Bolsa, que tenha recebido (art. 7º § 2º nº 5º);
- f) Entregar diariamente ao tesoureiro da Câmara dos Corretores as receitas cobradas (art. 7º § 2º nº 6º);
- g) Servir de intermédio ao síndico para o exercício da polícia da Bolsa, lavrando por ordem deste os autos competentes, que serão remetidos para juízo (art. 21º e § único).

O ajudante do fiscal carece das mesmas habilitações que este e é nomeado ou demitido da mesma forma, competindo-lhe substituir o fiscal nos seus impedimentos ou exercer cumulativamente com ele as funções de que for incumbido (art. 6º e 8º).

Sendo o fiscal o verdadeiro representante do Governo na Bolsa, entendemos que deveria gozar de mais independência e estar mais directamente ligado ao Governo, do que sucede em face da nossa legislação. O fiscal devia apresentar relatórios periódicos ao Governo e informá-lo de todos os abusos que se praticassem na Bolsa. Além disso, em todos os inquéritos realizados na Bolsa, devia o fiscal exercer funções correspondentes às do ministério público. Não só devia ser informado dos inquéritos que se fizessem, como devia ter o direito de os requerer e de produzir provas em abono das acusações que fizesse. É certo que, contra a atribuição de tais funções ao fiscal, se pode alegar a inconveniência de denunciar publicamente os termos de uma operação comercial e o perigo de exagero

da sua parte, pois o seu desconhecimento da vida comercial pode levá-lo a desprezar certas cautelas indispensáveis. Mas fácil é responder a estas objecções. Nada obriga a publicar os termos do inquérito das Bolsas; o crédito individual e o segredo profissional exigem, pelo contrário, que eles sejam reservados, pertencendo unicamente ao arguido o direito de pedir a sua publicidade, quando a julgar conveniente. Quanto ao segundo ponto, diremos que os regulamentos podem enumerar taxativamente os casos em que é lícito o inquérito, restringindo assim o arbítrio do fiscal, e que este pode ser escolhido de entre a classe comercial, tendo a prática e os conhecimentos bastantes das necessidades especiais da vida do comércio. Sustentamos pois a necessidade de alterar o nosso regulamento segundo a orientação indicada.

O pregoeiro é nomeado pelo síndico, ouvida a Câmara dos Corretores (art. 5º). Compete-lhe anunciar as negociações sobre fundos públicos, as que forem mandadas fazer por decisão judicial ou administrativa e as mais de que for incumbido (art. 9º). Deve-se limitar a anunciar as operações, sendo-lhe expressamente proibido dar qualquer indicação aos concorrentes (art. 18º). Se, por dolo ou má fé, alterar os anúncios de que o encarregarem, o pregoeiro será demitido, além de ficar sujeito à competente acção criminal (art. 9º § único).

Para se poder bem compreender a função e a utilidade dos pregoeiros, é necessário explicar como se fazem as operações na Bolsa, descrevendo os seus detalhes materiais de execução. No centro da Bolsa existe um lugar reservado, tendo uma grade circular à qual se encostam os negociantes<sup>101</sup>. Dentro dessa grade há um estrado, em que se acham o fiscal, os Corretores<sup>102</sup> e os pregoeiros.

---

<sup>101</sup> N. E.: *Os franceses têm um termo próprio para isto, é a "corbeille". Não houve esta solução arquitectónica nas nossas Bolsas devido ao baixo número de Corretores que nelas actuaram. As negociações começaram por se efectuar com os Corretores de pé à volta de uma escrivaninha onde um deles ou um empregado da Bolsa registava as ofertas e os negócios acordados, e, mais tarde, com todos eles sentados em torno de uma mesa circular onde um terminal de computador permitia a inserção dos negócios efectuados.*

<sup>102</sup> N. E.: *Deve haver aqui um engano do autor visto que a ideia da "corbeille" era que os Corretores permanecessem fora do gradeamento e não dentro, e isto para, por um lado, facilitar que cada Corretor conseguisse visualizar facilmente todos os outros potenciais contrapartes e, por outro lado, impor algum limite físico ao contacto entre eles, dadas as frequentes tensões comerciais que se instalavam durante as negociações.*

Aí se fazem as propostas e as aceitações de negócios em voz alta; por exemplo: um pregoeiro anuncia a oferta de um título ou o seu pedido; o público, que ouve, pode concluir a transacção, dirigindo-se para esse fim ao Corretor. Neste caso, conclui-se a transacção; cada Corretor inscreve no seu caderno a operação e o nome do seu contratante. Apenas realizado o negócio, o pregoeiro anuncia-o em voz alta ao público que, deste modo, pelos sucessivos anúncios, pode seguir todas as alterações por que os negócios vão passando. Escusado é encarecer a comodidade e a vantagem que daqui resultam para o público, e portanto a utilidade da instituição dos pregoeiros.

O pregoeiro pode-se fazer substituir por um proposto da sua confiança, mediante a aprovação do síndico; esse proposto receberá apenas uma gratificação arbitrada pela Câmara dos Corretores (art. 10º e § único).

O guarda-portão e os contínuos são nomeados pelo síndico sob proposta do fiscal, devendo ser da inteira confiança deste, ao qual estão subordinados (art. 6º e 12º).

Os serventes, sem número fixo, são contratados pelo síndico, com autorização da Câmara dos Corretores, e são pagos por rateio entre estes (art. 5º § único).

Alguns autores têm defendido convictamente a vantagem da criação de tribunais arbitrais anexos às Bolsas<sup>103</sup>. Julgamos que pode ser benéfica a existência de tais tribunais, logo que a sua competência se limite a decidir as controvérsias levantadas na Bolsa. A natureza especial destas torna difícil a sua apreciação pelos tribunais ordinários e há muitos actos não previstos na lei, que afectam a honestidade de um comerciante e que, portanto, carecem de uma repressão conveniente; em semelhantes hipóteses seria muito útil a jurisdição do mencionado tribunal.

Pelo regulamento de 1889, à Comissão Administrativa da Bolsa podia ser deferida a composição amigável de quaisquer questões resultantes de operações da Bolsa, tendo a composição proferida nestes termos os efeitos

---

<sup>103</sup> N. E.: *Uma função típica desta instituição arbitral é dirimir os pequenos conflitos entre os Corretores provocados pelos erros de inscrição nos seus apontamentos dos pormenores relativos aos muitos negócios realizados ao longo de um dia de Bolsa. Nos tempos mais modernos e antes da introdução dos computadores, chegou-se mesmo a gravar os sons e as imagens das negociações orais entre Corretores ao longo da sessão para mais facilmente se corrigirem no final esses pequenos e involuntários erros.*

de uma sentença arbitral (art. 21º e § único). Nada dispôs a tal respeito o Regulamento de 1901; como, porém, este só revogou o Regulamento de 1889 na parte contrária às suas disposições (art. 79º), deve-se considerar em vigor a mencionada disposição.

#### IV. CONDIÇÕES MATERIAIS DO FUNCIONAMENTO DAS BOLSAS

A indicação dos dias e das horas em que deve funcionar a Bolsa varia conforme as condições especiais de cada localidade, e por isso natural é que às autoridades locais pertença a sua fixação.

Entre nós, a Bolsa está aberta todos os dias, excepto nos que forem santificados, na quinta e sexta-feira da Paixão e no dia de Entrudo (art. 13º). As horas em que a Bolsa deve estar aberta são fixadas pela sua administração, ouvida a Associação Comercial (Dec. de 24 de Dezembro de 1901, art. 3º).

As horas oficialmente marcadas constam de um anúncio afixado na porta da entrada e, para que sejam mudadas, é necessário afixar ao lado deste um novo aviso com um mês de antecedência (art. 13º § 2º). As horas assim fixadas são havidas para todos os efeitos como as horas da Bolsa (art. 13º § 4º; Cod. do Proc. Com., art. 20º), sendo portanto nulas todas as operações realizadas fora delas, ainda que no próprio edifício da Bolsa.

Mas, além das horas da Bolsa, há ainda horas especiais para a negociação de fundos públicos, que não podem em caso algum ser antecipadas ou prorrogadas (art. 13º § 3º). O Regulamento, com efeito, marca para estas operações o prazo das 3 às 5 da tarde, sendo a primeira hora para as Operações a Contado e a segunda para as Operações a Prazo (art. 31º). O Ministro das Obras Públicas, Comércio e Indústria, ouvida a Associação Comercial e sob proposta da Câmara dos Corretores, pode porém alterar este horário (art. 31º § único).

Em todas as Bolsas há uns certos lugares reservados, a que os franceses chamam *parquet*<sup>104</sup>. Entre nós, são estes lugares reservados em parte às

---

<sup>104</sup> N. E.: Pode haver aqui alguma confusão do autor visto que, tanto quanto sabemos, este termo francês corresponde ao "floor" dos ingleses e que não é mais do que a própria sala para as negociações na Bolsa.



companhias de seguros, aos Corretores e aos tabeliães, mediante uma renda anual, e em parte ao uso comum dos comerciantes; os que tiverem lugares reservados farão inscrever na frente deles os seus nomes (art. 14º e § único).

É justa esta disposição, pois junta num lugar determinado todos os intermediários necessários para a realização das operações da Bolsa e, portanto, facilita o seu encontro aos concorrentes. De outro modo, sobretudo em ocasião de maior animação, seria difícil encontrar os Corretores; assim todos sabem onde se hão de dirigir para isso.

## **V. POLÍCIA INTERNA E EXTERNA DAS BOLSAS**

Para que seja mantida a ordem na Bolsa e para que nela sejam devidamente acatados os regulamentos legais, torna-se evidentemente indispensável a organização de uma polícia especial. Entre nós, a polícia da Bolsa é confiada ao síndico, por intermédio do fiscal, podendo o primeiro, como já vimos, mandar lavrar pelo segundo os competentes autos que serão remetidos para juízo, e reclamar o auxílio das autoridades e o concurso da força pública, quando as circunstâncias imperiosamente o exigirem (art. 21º e § único). A polícia da Bolsa pode ser interna ou externa.

A polícia interna tem por fim evitar desordens, cumprir os preceitos legais, quanto à admissão e exclusão da Bolsa, quanto às horas da sua abertura e do seu encerramento, etc., e, de um modo geral, intervir em todos os incidentes anormais que se derem e que de facto são tão numerosos que tornam quase constante a sua intervenção. Para o exercício desta polícia, fornecem ordinariamente os Corretores um precioso auxílio. A polícia exterior tem por fim evitar as reuniões bolsistas fora dos locais ou das horas para isso oficialmente destinadas. Essas reuniões, não reconhecidas pelo Estado, constituem as chamadas Bolsas clandestinas.

Apesar do seu carácter irregular, nem por isso as Bolsas clandestinas têm menos importância. De origem tão antiga como as Bolsas oficiais, segundo parece, têm permanecido até hoje em luta com as perseguições legais, manifestando uma força notável de sobrevivência. As leis sempre as proibiram e, violando neste ponto especial o direito de reunião, cominaram penas

contra os seus promotores e frequentadores – os Corretores da Bolsa oficial queixaram-se frequentes vezes dessa concorrência ilegal – as autoridades intervieram impondo as penas legais, entre as quais se chegou a incluir a prisão correcional, mas a tudo isso resistiram as Bolsas clandestinas e foram persistindo através de todas as proibições.

Nem sempre, porém, se podem considerar justificados os rigores da lei. É certo que algumas Bolsas clandestinas são meros locais de apostas, em que se permite especular com somas ínfimas, atraindo e arruinando, na voragem do jogo, operários e indivíduos que dispõem de poucos recursos; tais são os conhecidos *bucket-shops*. Mas, ao lado destas, há outras Bolsas livres, tão sérias como as Bolsas oficiais e em que se negoceiam de preferência os títulos não cotados oficialmente, pelo que a Bolsa livre vem assim completar as funções das Bolsas regulamentadas<sup>105</sup>; como exemplo desta forma, podemos citar a *coulisse* de Paris.

A lei, porém, não pode distinguir entre umas e outras e carece, para manter a necessária unidade, de as abranger a todas num princípio severo de repressão. À jurisprudência cumpre efectuar a devida discriminação. De facto, assim tem sucedido em muitos países. Impondo multas e penas pessoais, principalmente no caso de reincidência, aos que negoceiam nos mercados livres sobre fundos cotados oficialmente, toleram-se pelo contrário as operações efectuadas sobre títulos não cotados, e, quando surgem dificuldades entre os intermediários e os seus clientes, os tribunais reconhecem àqueles os mesmos direitos de que gozam os Corretores oficiais. Assim podem coexistir, de facto, ao lado uma da outra, a Bolsa oficial e a Bolsa clandestina.

Entre nós, os princípios fundamentais sobre Bolsas clandestinas acham-se consignados no Código Comercial. Segundo este, nas terras onde houver Bolsa, é proibida qualquer reunião pública em que se tratem operações de Bolsa, não podendo ser atendidos em juízo os contratos que nela tenham sido porventura celebrados (Cod. Com. art. 85º e § único).

---

<sup>105</sup> N. E.: Entre as Bolsas oficiais e os sempre potenciais mercados clandestinos, todos os sistemas financeiros domésticos desenvolveram um segmento especial constituído pelos *balcões dos bancos* onde muitos títulos podiam (e podem) ser adquiridos a um banco ou a ele vendidos. É o chamado Mercado de Balcão cuja regulamentação tem vindo a ser cada vez mais similar ao das Bolsas com o objectivo de lhe dar visibilidade e segurança.

Corroborando as disposições do Código, o Regulamento declara que nas terras onde houver Bolsa será proibida qualquer reunião pública em que se tratem operações de Bolsa, e que os contratos realizados em tais reuniões não poderão ser atendidos em juízo (art. 37.º e § 1ª). Além disso, as pessoas que prestarem casa ou edifício para a realização das ditas reuniões, os que as promoverem ou levarem a efeito, e bem assim os que realizarem operações públicas de Bolsa em qualquer lugar público, serão punidos pela primeira vez com a multa de 20\$000 reis e, reincidindo, com a pena de prisão até um mês (art. 68º e § 1º); no caso das sobreditas pessoas serem Corretores, acresce às mencionadas penas a pena de demissão (art. 68º § 2º).

O Regulamento permite, porém, a realização dos leilões, mediante autorização do síndico e o pagamento de um emolumento. Estes leilões, que têm um carácter meramente particular, são ordinariamente limitados a bens imobiliários. Nas mesmas condições, mas pagando um emolumento maior, se podem realizar esses leilões no edifício da Bolsa, uma hora antes de começar e uma hora depois de terminar o tempo para as operações oficiais (art. 19º).

A nenhuma importância entre nós do mercado livre justifica a severidade da lei. A sua falta em nada prejudica o comércio e, quando tolerado, seria perigoso, porque o seu estado de atrasadíssimo desenvolvimento impediria a conquista rápida de uma organização de facto, espontânea e bastante aperfeiçoada para poder oferecer aos concorrentes o mínimo indispensável de garantias.

## **VI. RECEITAS E DESPESAS DA BOLSA: SUA GERÊNCIA**

Vários processos podem ser empregados para a consecução dos recursos necessários à manutenção da Bolsa.

Um dos mais simples consiste em fazer pagar as entradas na Bolsa. Em favor deste sistema, alega-se que é justo que o custeio da Bolsa fique a cargo dos interessados; ora, por esse meio, consegue-se precisamente o que se deseja, pois os interessados na Bolsa são todos os que a ela concorrem.

Mas não nos parece aceitável este sistema. Os comerciantes são, de facto, obrigados a ir frequentes vezes à Bolsa; deste modo, portanto, não

se tributa um gozo ou um prazer inútil, mas sim uma necessidade; impor ao comerciante que vá à Bolsa, e obrigá-lo ainda a pagar, parece-nos em demasia violento. Tem também o pagamento forçado o inconveniente de afastar da Bolsa os pequenos capitalistas e de promover o florescimento das reuniões clandestinas.

Bem fez, pois, o Regulamento português em não seguir tal sistema. Segundo este Regulamento, as receitas das Bolsas são constituídas:

- a) Pelo produto das taxas fixadas no Regulamento;
- b) Pelo produto dos emolumentos dos leilões;
- c) Pelas multas em que incorrerem os Corretores;
- d) Pelas multas impostas aos que se intrometerem nas funções destes;
- e) Pelas demais multas estabelecidas no Regulamento;
- f) Pelo produto da afixação de anúncios particulares;
- g) Pelo aluguer dos lugares reservados e cadeiras;
- h) Pelos emolumentos não pessoais, isto é, por todos, menos as corretagens dos Corretores e os que pertencem aos fiscais da Bolsa (art. 61º e § único).

As receitas são cobradas pelo fiscal, sob a vigilância do síndico, e entregues diariamente ao tesoureiro da Bolsa, que as depositará mensalmente no Banco de Portugal à ordem da Direcção Geral da Tesouraria do Ministério da Fazenda (art. 64º). Todas estas receitas constituem um fundo especial, que é aplicado:

- a) Ao custeio das despesas próprias de cada Bolsa, as quais não podem exceder na Bolsa de Lisboa a 2:400\$000 reis (art. 66º) e na Bolsa do Porto a 980\$000 reis (Decreto de 29 de Junho de 1902);
- b) A subsidiar as Câmaras de Comércio ou Associações Comerciais existentes no reino ou fora dele (conf. Dec. de 27 de Junho de 1903);
- c) A pagar as despesas de fiscalização dos bancós – abrangendo as inspecções ordinárias, as inspecções extraordinárias e a nomeação de um comissário, quando o banco não satisfaça aos seus compromissos (Lei de 3 de Abril de 1896; art. 14º, 15º e 16º) – e de fiscalização das sociedades anónimas que exploram concessões feitas pelo município

de Lisboa, a qual está a cargo do governo (Dec. de 2 de Setembro de 1901; art. 3º, § único; art. 65º; conf. art. 11º e Reg. de 1889, artº 14º).

Estas despesas serão respectivamente ordenadas, nos termos legais, pelos Ministérios da Marinha, dos Negócios Estrangeiros e das Obras Públicas, Comércio e Indústria (art. 65º), sendo a conta anual deste fundo publicada no Diário do Governo, pela Direcção Geral da Contabilidade Pública, e incluída nas contas gerais do Tesouro (art. 67º).

Esta conta, segundo nos consta, nunca foi, porém, publicada no Diário do Governo. Dela se poderiam tirar interessantes elementos de estudo, que assim ficam inutilizados. Tampouco a podemos conhecer pelas contas gerais da administração da fazenda do Estado, pois a última publicada foi a do ano de 1896-1897, em que, é claro, não figuram receitas e despesas das Bolsas, que só são encargo do Estado desde 1901, devendo pela primeira vez figurar na conta de 1901-1902.

O legislador previu o caso das receitas excederem as despesas, mandando aplicar o saldo existente à compra de títulos externos de 3 % da dívida portuguesa, que constituirão a anuidade para um empréstimo destinado à instituição de um posto de desinfecção na margem norte do Tejo para serviço sanitário dos viajantes vindos de além-mar (art. 65º, § único).

Nada dispõe, porém, o legislador para o caso de défice e, portanto, é de supor que ao Estado incumbirá cobri-lo, caso ele exista. Parece-nos injusto este processo, que leva a fazer pagar por todos os contribuintes os encargos de um instituto, que só a poucos deles aproveita. Só a estes se devem exigir os fundos necessários para fazer face ao desequilíbrio existente. Entendemos que o melhor sistema a seguir consistiria em fazer pagar essas despesas pela Associação Comercial, que depois as dividiria pelos banqueiros, comerciantes, Corretores, armadores de navios, enfim, de um modo geral, por todos os que tivessem directo interesse no funcionamento da Bolsa. Os comerciantes não interessados, como são, por exemplo, os lojistas, nada devem pagar. Por isso, justamente propomos que à Associação Comercial se confie esta missão, pois nenhuma outra entidade se acha tão habilitada como ela a determinar quem tem interesse, e em que grau, na existência da Bolsa.

É certo que até hoje os grandes saldos positivos da administração financeira da Bolsa têm justificado a imprevidência do Governo. Por informações particulares sabemos que as receitas em Lisboa têm oscilado entre 150:000\$000 reis e 160:000\$000 reis, não chegando as despesas a 3:000\$000 reis.

### BIBLIOGRAFIA

BOUDON – *La bourse et ses hôtes*, cit.

BOZERIAN – Ob. cit.

BUCHÈRE (Ambroise) – *Traité théorique et pratique des opérations de la bourse* – Paris, 1892.  
– Chevalier-Marescq et C.<sup>ie</sup>

COLSON – Ob. cit.

COSACK – Ob. cit.

COURTOIS – Ob. cit.

FONTAINE – Ob. cit.

LAMBERT (Eliezer) – *Dictionnaire de législation et de jurisprudence sur les opérations de bourse* – Paris, 1902. – Giard et Brière.

LYON-CAEN (Ch.) et RENAULT (L.) – *Traité de droit commercial* Tom. IV – Paris, 1901. – F. Pichon.

MARGHIERI – Ob. cit.

MARGHIERI (Alberto) – *I motivi del nuovo Codice di commercio italiano* – Appendice – Napoli, 1885. – Rice. Marghieri di Guis.

PICCINELLI – Ob. cit.

PFLEGER (F. J.) e GSCHWINDT (L.) – *La riforma delle borse in Germania* – apud *Biblioteca dell'economista* – 4.<sup>a</sup> Serie – Vol. II – Parte II – Torino, 1899. – Unione tipografico-editrice torinese.

RAMBAUD – Ob. cit.

RAFFALOVICH – Art. cit.

SAY – Art. cit.

SUPINO (David) – Ob. cit.

THALLER – Ob. cit.

VIDAL – Art. cit.

VIVANTE – Ob. cit

## CAPÍTULO II

### AS BOLSAS ESTRANGEIRAS

#### SUMÁRIO:

- I. – Mercados livres: a) Inglaterra. – O Stock-Exchange.
- II. – b) Estados Unidos da América do Norte.
- III. – c) Bélgica.
- IV. – d) Outros países.
- V. – Bolsas oficiais: a) França.
- VI. – b) Alemanha.
- VII. – c) Áustria-Hungria.
- VIII. – d) Outros países.

#### I. MERCADOS LIVRES: A) INGLATERRA. – O STOCK-EXCHANGE

O *Stock-Exchange* é o tipo do mercado livre, isto é, da forma de organização das Bolsas oposta à que se segue entre nós. Estudaremos, por isso, mais largamente a sua estrutura, limitando-nos, quanto às demais Bolsas estrangeiras, a indicar as diferenças principais que as separam das nossas.

O edifício do *Stock-Exchange* pertence a uma sociedade anónima de responsabilidade ilimitada, cujas acções só podem estar nas mãos dos membros<sup>106</sup>

---

106 *N. E.*: Convém distinguir entre Membro de uma Bolsa e Corretor. Um Corretor precisa de ser membro de uma dada Bolsa para aí poder executar directamente os negócios que os seus

da Companhia do *Stock-Exchange*; pelo contrário, as obrigações desta corporação são emitidas publicamente. Esta companhia toma esse edifício de arrendamento à dita sociedade, sendo a importância da renda tirada do produto das taxas de administração e das quotas dos sócios.

A Sociedade elege em Assembleia Geral um Conselho de Administração com poderes ilimitados. Este, em nome da Sociedade, exerce, quanto ao edifício, todos os direitos de um proprietário, provendo à sua boa conservação. Além disso, fixa as quotas dos sócios, ordena todas as receitas e despesas do edifício, etc.

Junto ao *Stock-Exchange* existem todos os institutos necessários para que o seu funcionamento seja perfeitamente autónomo, havendo até um juízo especial para a falência de seus membros. Apenas a impressão do boletim oficial da cotação é feita fora da Bolsa, constituindo monopólio de um dos seus membros.

O *Stock-Exchange* funciona das 11 horas às 3 da tarde<sup>107</sup>, havendo ainda uma Bolsa com um carácter particular em *Thromgmorton Street*.

Além disso, como o curso de abertura da Bolsa de NewYork só chega a Londres à hora do encerramento da Bolsa e como é grande no *Stock-Exchange* o movimento das transacções sobre fundos americanos, há também a bolsa com um carácter particular, fora das horas oficiais<sup>108</sup>.

Na província existem algumas Bolsas semelhantes à de Londres<sup>109</sup>.

O mercado, propriamente, tem uma comissão de direcção eleita por um ano em assembleia de todos os seus membros. Se nela se derem algumas vagas, serão logo preenchidas, mas a comissão não ficará impedida até à nova eleição, pois funciona com qualquer número de vogais. Cumpre-lhe:

---

*clientes lbe solicitam. Mas ele pode intermediar negócios para outras Bolsas sem ser dela membro, caso em que terá que conseguir o concurso de um membro desta segunda Bolsa.*

107 N. E.: *Actualmente vem-se assistindo a um movimento mundial de alargamento progressivo do horário de funcionamento dos mercados das Bolsas devido à crescente interconexão entre investidores localizados em distantes fusos horários e também porque o recurso aos computadores veio facilitar essa extensão temporal.*

108 N. E.: *É importante salientar este espírito de ajustamento ao mercado. Não só responde às necessidades dos interessados como permite aproveitar melhor as infraestruturas necessárias ao funcionamento da bolsa oficial.*

109 N. E.: *A seguir à 1ª Grande Guerra, havia nas ilhas britânicas 22 Bolsas regionais, incluindo a de Londres.*



velar pela execução dos regulamentos; vigiar a forma por que se realizam os contratos; marcar os dias de liquidação, que não são fixos; admitir novos títulos à cotação; enfim, tem amplos poderes, podendo até alterar os dias feriados e revogar os regulamentos em vigor. É ainda esta comissão que estatui sobre os pedidos de admissão e readmissão dos sócios falidos, que se informa do procedimento dos sócios – até mesmo na sua vida particular – que atende as suas queixas, que os convoca e que tem o direito de os expulsar.

As questões que se suscitam entre os membros do *Stock-Exchange* ou entre estes e terceiros, bem como as suas falências, são igualmente entregues à sua decisão.

Os grandes poderes desta comissão obedecem, como se vê, a uma ideia de centralização necessária para assegurar o bom governo do instituto. O grande número de directores, anulando a influência de um voto isolado, a faculdade da sua não reeleição e o direito, que assiste à comissão, de expulsar do seu seio os membros indignos, garantem, por sua vez, o bom cumprimento das importantes funções que à comissão incumbe desempenhar. Ainda para mais, garantia se estabeleceu que só a segunda decisão conforme da comissão sobre um mesmo assunto teria força executória e que as suas resoluções seriam publicamente afixadas, para todos os interessados as poderem conhecer e apreciar.

A comissão de direcção tem reuniões semanais, além das extraordinárias que forem precisas. Conforme a natureza do assunto a tratar, varia o número de vogais presentes e a maioria de votos exigidos para a validade da deliberação. Em casos excepcionais, basta uma única deliberação para a decisão definitiva. O secretário da comissão serve de intermediário entre ela e a colectividade dos sócios.

A comissão delibera uma vez por ano acerca da admissão de sócios. A natureza privada do *Stock-Exchange* reclama, a tal respeito, especiais resguardos; o crédito da instituição deriva, não do seu carácter oficial, mas da soma dos créditos individuais dos seus sócios, e, portanto, tudo quanto nestes influi, afecta aquele.

Para ser sócio é preciso ser inglês, maior, de bom comportamento, não ter nunca deixado de satisfazer devidamente os seus compromissos

comerciais, não ser director de nenhuma companhia ou empresa estranhas ao mercado, não ter uma esposa comerciante, não ser membro de nenhum estabelecimento que comerceie em valores fora da Bolsa, e não ter falido. Os antigos membros podem, porém, ser admitidos, ainda que tenham falido, tendo decorrido dois anos depois da data da falência e tendo pago integralmente a todos os seus credores; tendo falido, porém, mais de uma vez, não poderão tornar a ser admitidos. Os estrangeiros nunca podem ser admitidos, salvo dois anos depois de se terem naturalizado e residindo sete anos antes, pelo menos, em território inglês.

O que pretende ser admitido apresenta à comissão um requerimento em forma de carta, acompanhado de uma carta de apresentação assinada por três membros do *Stock-Exchange* que nele tenham sido admitidos há mais de quatro anos. Estes são obrigados a responder a todas as perguntas e a prestar todos os esclarecimentos que lhes forem exigidos acerca da honestidade do seu proposto e afiançam-no em 500 libras; se nos primeiros quatro anos a contar da admissão o novo sócio falir, a caução entrará no seu activo. Além disso há certas restrições ao direito de livre apresentação; assim nenhum sócio poderá apresentar outros, de modo que as garantias a prestar excedam o seu activo; cada um não poderá ser garantia de mais de dois sócios, etc. Se se averiguar que o apresentante recebeu algum salário a troco do serviço prestado, ficará sujeito a certas penas.

Para a admissão dos caixeiros ou auxiliares dos sócios como membros, seguem-se aproximadamente os mesmos trâmites. A fiança, porém, é menor e basta ser prestada por dois sócios.

Sujeitos o requerimento e a carta de apresentação à Assembleia, esta decide acerca da admissão do novo sócio, contra a qual se poderá levantar qualquer opposição. A admissão só é válida por um ano, findo o qual se tem de proceder a nova votação para todos os sócios. Na eleição de sócios há sempre um enorme rigor; uma simples presunção, que afecte o crédito de um deles, basta para ocasionar a sua expulsão.

Os sócios que saem voluntariamente gozam durante dois anos da maior facilidade para serem readmitidos; decorrido esse prazo são equiparados aos novos sócios. Decorridos quatro anos depois da admissão de sócio, cessa

a responsabilidade da fiança prestada pelos seus apresentantes. Permite-se a livre associação de dois membros da Bolsa, contanto que pertençam à mesma categoria<sup>110</sup> (*jobber* ou *broker*) e que na firma figurem sempre os nomes deles; a lista das associações assim formadas está permanentemente afixada, não sendo válida qualquer alteração que nelas se faça sem que por esse meio se lhe dê a devida publicidade.

Os caixeiros são admitidos a pedido dos respectivos patrões. Só podem ser admitidos os que forem ingleses, tiverem mais de 17 anos e provarem o bom comportamento anterior. A comissão de direcção é que delibera acerca da sua admissão, sendo afixada a lista dos admitidos; enquanto dela não forem riscados, considera-se o patrão responsável por todos os seus actos. Para poderem negociar, carecem de ter 20 anos de idade e 2, pelo menos, de exercício no *Stock-Exchange*. O caixeiro, porém, não pode nunca fazer negócios por sua conta e, em caso de morte ou falência do patrão, considera-se *ipso facto* excluído da Bolsa.

São casos de exclusão da Bolsa: a associação com indivíduos estranhos a ela, a realização de transacções com um caixeiro por conta deste, a emissão de empréstimos de um governo que tenha violado as cláusulas de um empréstimo anterior contraído em Inglaterra, etc.

Os sócios podem sair, querendo, do *Stock-Exchange*. Carecem, porém, de pedir oficialmente a sua demissão; este pedido estará afixado publicamente durante um mês e só depois disso, tendo-se apurado definitivamente as suas contas e mediante parecer favorável da comissão de direcção, é que o sócio sai da Bolsa.

A entrada no *Stock-Exchange* é severamente proibida a todos os que não forem sócios dele ou empregados destes.

---

<sup>110</sup> N. E.: Esta distinção entre “jobber” e “broker” terminou com a alteração regulamentar de Outubro de 1986 conhecida por “big bang” dada a enorme revolução que ela trouxe ao mercado financeiro londrino. Trata-se de figuras muito típicas do mercado inglês, mas que talvez possam ser simplificarmente descritas como corretores (os “brokers”) e criadores de mercado (os “jobbers”). Na realidade, as ordens colocadas pelos clientes junto dos seus “brokers” eram executadas contra os “jobbers” especializados nos títulos em causa (na medida em que estes cotassem preços aceitáveis para aquelas ordens e as quantidades nos seus livros fossem suficientes).

## II. B) ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA DO NORTE

170

A Bolsa oficial<sup>111</sup> de *New York* constitui também um mercado livre, semelhante ao *Stock-Exchange*, excedendo, porém, ainda em grandeza, senão em animação, as proporções deste. Com efeito, conta mais de 1.000 sócios e é dirigida por uma comissão composta de 42 membros; estes formam diversas classes, que são respectivamente eleitas por 1, 2, 3 ou 4 anos.

É necessária a apresentação de um sócio para a admissão de um novo sócio, sendo a respectiva proposta devidamente publicada; o proponente perde o direito de ser membro da Bolsa, quando forneça indicações erradas acerca do seu candidato. Para se poder ser admitido é necessário ser cidadão americano e maior de 21 anos.

Nos outros estados há organizações semelhantes. Mas o grande número de mercados particulares, a cuja constituição a lei deixa ampla liberdade, é que constitui o traço saliente da organização americana em matéria de Bolsas. Numerosas dificuldades jurídicas, que têm dado lugar a decisões frequentes e contraditórias da jurisprudência, provêm do carácter indefinido desses institutos, que não são meras sociedades de direito privado, pois que afectam directamente um interesse público.

Assim, DOS PASSOS chega a assentar na seguinte conclusão:

*“Uma associação voluntária de pessoas, semelhante ao Stock-Exchange de New York, em virtude da qual cada Corretor (broker) de per si está habilitado a tratar separadamente dos seus negócios, sob regulamentos feitos especialmente para a sua protecção e para a do seu cliente ou freguês, não tem nenhum nome técnico, nem lugar algum na lei”.*

Contudo, do confronto das decisões judiciais, algumas conclusões se podem tirar que definem com relativa precisão a natureza de tais institutos.

---

<sup>111</sup> N. E.: Note-se que, nos anos mais recentes, co-existiam em Nova York e até em edifícios bastante perto uns dos outros 3 Bolsas para o mercado a contado: a mais conhecida NYSE - *New York Stock Exchange*, a AMEX - *American Stock Exchange* e a NASDAQ - *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*. Para além destas existem bolsas de derivados e de “commodities”. Com o recente movimento de integração de mercados, em Outubro de 2008, a NYSE adquiriu a AMEX.

A lei concede a estas entidades a mesma protecção, devida pelo Estado a todo e qualquer cidadão, sem em nada lhes conferir regalias especiais. Contudo, é certo, que os seus sócios não constituem uma sociedade, porquanto não há comunidade nos lucros e perdas; e a prova é que os diplomas orgânicos devem ser assinados por todos os sócios, criando-se, para a eles sujeitar os sócios não-signatários, a presunção de que a sua entrada ou conservação na sociedade constitui uma aceitação tácita das suas disposições.

Deste carácter dúbio derivam grandes dificuldades nas acções intentadas por ou contra a sociedade e no caso de dissolução dela. Algumas questões se têm levantado também quanto à força obrigatória dos regulamentos de tais corporações. Geralmente equiparam-se a um contrato; donde resulta que os tribunais os podem declarar sem efeito, quando contrários à lei, não podendo, porém, intervir, quando ninguém reclame contra o seu cumprimento, apesar de ilegais.

Por vezes também têm os tribunais intervindo para modificar ou revogar actos da direcção. Reconhecendo a esta o direito de legislar, de impor aos sócios as sanções correspondentes às infracções dos regulamentos e de os expulsar em consequência de algum acto infamante, tem a justiça declarado nula toda a expulsão que se funde nalgum motivo não previsto no regulamento. Também se exige ordinariamente, como preliminar da expulsão, a audiência do incriminado e uma certa forma de processo.

Baseadas nestas razões, várias sentenças têm mandado readmitir na Bolsa os sócios injustamente excluídos, concedendo-lhes ainda em certos casos direito a uma indemnização por perdas e danos.

A questão talvez mais interessante, sob o ponto de vista jurídico, é, porém, a que se suscita a propósito da natureza do direito que cada sócio tem em relação ao seu lugar na Bolsa. Vendo nesse direito um direito de propriedade, deveremos concluir que o sócio tem a faculdade de dispor dele livremente e de vender portanto o seu lugar a um terceiro<sup>112</sup>. É certo, porém, que ninguém pode ser admitido na Bolsa sem autorização da sociedade respectiva

---

<sup>112</sup> N. E.: *De facto, em muitas Bolsas americanas existe um activo mercado para os "seats" dos seus membros cujos preços de transacção são públicos e cuja evolução temporal é usada para aferir em cada instante da importância do mercado a que cada um dá acesso. Ver, por exemplo, o artigo "The Information Contained in Stock Exchange Seat Prices" de autoria de Donald B. Keim e Ananth Madhavan, Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper Series 7-98.*

e que, portanto, a mencionada transferência não tem valor algum, quando desacompanhada do reconhecimento desta.

Portanto, este direito não se transmite livremente aos herdeiros, não pode ser exigido por um credor, nem o tribunal pode mandá-lo ceder a qualquer indivíduo, não aprovado pela sociedade, ou pôr em praça. Assim, somos levados a admitir que todos os sócios da Bolsa têm aos seus lugares um direito de propriedade indivisível, de que cada um deles não pode, por isso, dispor discricionariamente. Em harmonia com esta orientação, os tribunais têm mandado vender esses lugares, nos termos preceituados pelos regulamentos sociais, isto é, a indivíduos devidamente admitidos pela corporação. Neste caso, o produto da venda entra no património geral do vendedor, compartilhando dos mesmos encargos que porventura possam onerá-lo.

Ainda outras hipóteses complexas poderíamos expor, mas a brevidade do tempo obriga-nos a omiti-las.

### III. C) BÉLGICA

Nas Bolsas Belgas<sup>113</sup> há em geral uma enorme liberdade, que, porém, numas se acentua ainda mais do que noutras. Com efeito, as Bolsas na Bélgica podem ser públicas ou privadas.

Estas são fundadas por qualquer indivíduo, o qual goza da maior liberdade na elaboração dos seus regulamentos, logo que não vão de encontro à lei ou à moral pública.

As Bolsas públicas são instituídas pelo Estado ou pelas Municipalidades, às quais, em ambos os casos, incumbe a sua polícia. São dirigidas por uma comissão, cujos membros são escolhidos pelo *College échevinal* de duas listas, uma apresentada pelos Corretores da Bolsa com mais de três anos de exercício e outra apresentada pelo tribunal de comércio da localidade.

Esta comissão administra a Bolsa, edita os seus regulamentos, decide os pedidos de admissão à cotação, redige o boletim oficial das cotações e

---

<sup>113</sup> N. E: Hoje só subsiste a Bolsa de Bruxelas, por sinal integrada no mesmo Grupo da NYSE Euronext que a Bolsa de Lisboa. Mas, no passado, houve também a Bolsa de Antuérpia e a de Bruges.

exerce uma certa superintendência sobre os Corretores. Tem também esta comissão o direito de expulsar da Bolsa: os que não tenham satisfeito aos compromissos assumidos, os que tenham cometido alguma fraude, os que tenham violado os regulamentos e os que perturbem a ordem da Bolsa.

Quanto à admissão, a Bolsa é, em princípio, acessível a todo e qualquer indivíduo, podendo, porém, os regulamentos restringir, como entenderem, esta tão ampla liberdade.

#### IV. D) OUTROS PAÍSES. BOLSAS OFICIAIS

##### República Argentina.

A Bolsa é fundada por iniciativa particular, mas é indispensável que se forme uma sociedade comercial, nos termos legais, a qual fará registrar e publicar todos os actos da sua constituição e deverá ter entre os seus fins o de criar estabelecimentos desta natureza. Noutras condições, a fundação duma Bolsa fica sujeita a certas penalidades. São admitidos à Bolsa todos os que têm capacidade para comerciar.

##### Paraguay

Tem uma organização igual à da Argentina.

##### Uruguay

Também tem uma organização igual.

##### Brasil

Difere apenas da lei argentina pelo que respeita aos Corretores; quanto à organização da Bolsa, segue idênticos princípios<sup>114</sup>.

---

<sup>114</sup> N. E.: O Brasil teve durante muitos anos bolsas regionais sediadas em diferentes localidades. Não considerando a efêmera Bolsa pioneira de Salvador da Bahia, a primeira foi estabelecida em 1820 no Rio de Janeiro. Com o recente movimento de fusão entre mercados que também atingiu o país, desde 2000 que as transacções sobre activos financeiros estão totalmente concentradas em São Paulo no chamado grupo BM&F BOVESPA.

## Colômbia

A legislação não contém disposição alguma especial sobre Bolsas ou Corretores.

174

## Turquia

Só os membros da Bolsa – comerciantes, banqueiros ou Corretores – podem entrar nela; o público não é admitido. As despesas da Bolsa são pagas pelas quotas anuais dos sócios. Funciona das 9 da manhã às 4 da tarde, com um intervalo das 12 à 1.

## Egipto

Tem uma organização semelhante à da Turquia. Como, porém, a Bolsa se destina simplesmente a facilitar as transacções e não tem carácter algum obrigatório, o maior número de transacções efectua-se fora dela.

## V. A) FRANÇA

A Bolsa de Paris e as demais Bolsas francesas<sup>115</sup> constituem o tipo por excelência da Bolsa oficial. São instituídas pelo Governo, sem intervenção alguma dos corpos comerciais.

Podem entrar na Bolsa todos os cidadãos franceses no gozo dos seus direitos civis e políticos e os cidadãos estrangeiros. São, pois, excluídos da Bolsa: os menores e os incapazes, como as mulheres, os interditos, os condenados a penas aflitivas ou infamantes. Estão sujeitos a idêntica exclusão os indivíduos que não tenham satisfeito os seus compromissos comerciais, ainda quando a falência tenha tido lugar fora de França, e os que se intrometerem nas funções dos Corretores.

As horas de abertura da Bolsa são fixadas pela autoridade municipal, tendo ouvido a Câmara dos Corretores ou, na sua falta, o tribunal de comércio local. Em Paris, a Bolsa funciona das 11 horas da manhã às 3 da tarde<sup>116</sup>.

---

<sup>115</sup> N. E.: *Antes da transferência de todo o mercado para Paris existiam 7 Bolsas em França: Paris, Bordéus, Lille, Lyon, Marselha, Nantes e Nancy.*

<sup>116</sup> N. E.: *Hoje há um horário comum as todas as quatro bolsas europeias integradas no grupo Euronext – Paris, Lisboa, Bruxelas e Amesterdão. O Mercado começa a recolher ordens às 7h15 e encerra às 17h40, tempo do centro da Europa.*



As Bolsas podem ter ou não *parquet*, isto é, recinto reservado. Este só pode ser criado por decreto do Governo nas Bolsas que tenham, pelo menos, seis Corretores.

A polícia é exercida pelo Estado, ou directamente por funcionários seus, ou por delegação concedida a outras autoridades. Esta função é exercida em Paris pelo prefeito de polícia, em Marselha, Leão e Bordéus pelo comissário geral de polícia, e nas demais cidades pelo *maire*. A esses funcionários compete fazer os regulamentos da Bolsa, que têm de ser sujeitos à aprovação do Governo, para a Bolsa de Paris, e à aprovação do prefeito do departamento, para as demais Bolsas.

A lei proíbe que se façam operações de Bolsa fora do local e horas desta, mas de facto existe um mercado livre bastante importante, a *coulisse*, tolerado pelas autoridades. A lei comina a pena de demissão para os Corretores e de prisão correcional para os comerciantes que frequentem essa Bolsa livre.

Esta, porém, tem resistido a todas as perseguições legais e apresenta hoje uma organização bastante perfeita, moldada pela organização da Bolsa oficial, tendo um enorme movimento de transacções. A *coulisse* tem lugar na Bolsa até às 4 horas e fora dela, com o nome de *Petite Bourse*, das 9 às 10 da noite.

## VI. B) ALEMANHA

As Bolsas alemãs estão sujeitas a três ordens de autoridades: federais, do governo local e do corpo comercial, que as dirige.

As autoridades federais exercem apenas funções de alta inspecção e vigilância. O governo local institui e suprime as Bolsas<sup>117</sup>; mas pode delegar a sua superintendência imediata a um corpo comercial por ele escolhido, o qual ficará sempre subordinado à superintendência mediata

---

<sup>117</sup> N. E.: Este grande peso de cada um dos Estados Federados germânicos na Bolsa da respectiva região poderá explicar porque a Alemanha não acompanhou até agora o processo de integração das Bolsas domésticas tal como ocorreu na maioria dos restantes países europeus. No entanto, e porventura devido à divisão do país a seguir à 2ª Grande Guerra, a praça de Frankfurt é de longe "o mercado" de bolsa alemão.

das autoridades governativas; este corpo comercial é geralmente chamado o órgão de superintendência da Bolsa. As Bolsas alemãs dividem-se em secções, correspondentes aos objectos diversos das transacções, entre as quais há uma grande independência.

As Bolsas são dirigidas por uma comissão eleita, em parte, pelo órgão de superintendência e, em parte, pela assembleia dos frequentadores da Bolsa. Esta comissão tem o direito de elaborar novos regulamentos e de revogar os existentes; os regulamentos carecem, porém, de ser aprovados pelo Governo, que pode mandar introduzir neles certas disposições, e a própria lei determina os objectos acerca dos quais neles se deve preceituar.

O funcionário que representa o Estado junto das Bolsas é o comissário do governo, correspondente ao nosso fiscal, mas com atribuições muito mais latas do que as deste. Ao comissário compete observar a marcha das transacções, velar pela execução das leis e regulamentos da Bolsa de harmonia com as instruções do Governo, chamar a atenção das autoridades da Bolsa para os abusos que notar, e elaborar relatórios acerca desses abusos, indicando o melhor meio de os remediar. Não tem, porém, o comissário do governo iguais atribuições em todas as Bolsas alemãs; nalgumas limita-se a intervir nos processos perante o tribunal de honra, e noutras Bolsas nem mesmo existe este cargo.

Junto das Bolsas alemãs há ainda vários órgãos especiais, desconhecidos nos demais países, e acerca dos quais daremos por isso algumas indicações.

Temos, em primeiro lugar, o tribunal de honra. Este é constituído de forma diversa, conforme a superintendência e a polícia da Bolsa estão ou não a cargo de um corpo comercial; no primeiro caso, os seus membros são nomeados pela autoridade superior de vigilância, no segundo caso pelas autoridades da Bolsa. Tudo o mais que respeita a estes tribunais é regulado pelos governos locais. Este tribunal intervém sempre que um frequentador da Bolsa tenha cometido algum acto incompatível com a honestidade e a confiança de que os comerciantes devem gozar. Só pode impor as penas de repreensão e de exclusão da Bolsa, temporária ou definitiva. Das suas decisões podem recorrer o comissário do governo ou o inculpado para um tribunal de apelação, único em toda a Alemanha. Como exemplos de actos, que provocam condenações deste tribunal, podemos citar: a divulgação de notícias falsas que influam no comércio de Bolsa; a negligência culposa por parte do comissário em cumprir

as ordens do seu comitente, etc. Na prática, estes tribunais não têm tido grande êxito, sendo raríssimos os exemplos da sua intervenção.

Além deste tribunal há o tribunal disciplinar, constituído em primeira instância pela comissão de direcção, e em segunda pelo órgão de vigilância. A este compete proceder contra os que perturbarem a ordem e não respeitarem o decoro da Bolsa, podendo expulsá-los.

Há ainda os tribunais de arbitragem, de instituição facultativa, mas que se encontram em quase todas as Bolsas, pela repulsão que os bolsistas têm em confiar a decisão dos seus pleitos aos tribunais ordinários; é claro, porém, que estes tribunais só podem conhecer da questão por acordo de ambas as partes.

O tribunal de arbitragem é nomeado pela direcção e está constituído permanentemente; podem, porém, as partes para cada caso especial acordarem na constituição de um outro tribunal arbitral.

Também tem um carácter semi-judicial a comissão de peritos, existente nas Bolsas. Esta não julga questões, mas dá o seu parecer sobre determinados casos e este parecer tem por vezes força obrigatória. Sendo assim, ainda que a questão seja submetida a um tribunal, a opinião da comissão é inatacável.

Há também uma repartição especial para a admissão de valores à cotação, cujos membros são nomeados pelo órgão de vigilância.

Para a admissão de novos sócios é necessária a apresentação ou garantia de três sócios, com antiguidade na Bolsa superior a três anos. O pedido de admissão é afixado durante uma semana e decidido depois pela direcção, à qual os apresentantes terão previamente assegurado que o seu proposto é um homem digno e merecedor de confiança. Sendo rejeitado o pedido, só pode ser renovado seis meses depois. Se no prazo dos três meses seguintes à admissão o sócio for excluído da Bolsa e se se provar que a causa da sua exclusão já devia ser conhecida pelos seus apresentantes ao tempo da sua entrada, estes serão declarados, por um aviso publicamente afixado, incapazes de servirem de garantia a qualquer outro.

São excluídos da Bolsa: as mulheres, os que não gozem do exercício dos seus direitos civis, os que forem inibidos por sentença da livre disposição dos seus bens, os que forem condenados por quebra simples ou fraudulenta, os que cessarem os seus pagamentos até à completa extinção dos seus débitos, aqueles a quem pelo tribunal de honra for proibido o acesso à

Bolsa, os que perturbarem a ordem da Bolsa ou a marcha das transacções. Podem ainda os regulamentos especiais de cada Bolsa estatuir um maior número de casos de exclusão.

A polícia da Bolsa está a cargo da comissão de direcção. Todas as Bolsas não autorizadas pelo governo, ou clandestinas, são proibidas por lei; a estas aplicam-se portanto as leis gerais sobre reuniões ou associações e podem ser dissolvidas pela polícia.

### VII. C) ÁUSTRIA-HUNGRIA

A organização austríaca é interessante, porque representa uma verdadeira forma de transição entre o tipo livre – inglês – e o tipo oficial – francês. Como em Inglaterra, é a corporação comercial da Bolsa que possui ordinariamente o edifício em que ela se acha instalada, e é essa que elabora os estatutos pelos quais esta se rege. Como em França, está a Bolsa sujeita à inspecção do Governo, que aprova os seus regulamentos, exerce vigilância superior sobre as suas transacções e nomeia os seus Corretores.

A iniciativa da instituição cabe a uma associação particular, mas é precisa a autorização dos ministros da Fazenda e do Comércio. Estes podem mandar fechar a Bolsa e suspender ou demitir a sua direcção.

Os regulamentos são, como já dissemos, elaborados pela direcção e aprovados pelo Governo. Neles se determinam as categorias de negócios a realizar na Bolsa, se regula o recrutamento do conselho de direcção, se delimita a natureza e a extensão das suas atribuições, se organizam as condições de admissão do público, se marcam as horas de abertura e de encerramento da Bolsa, se estipulam preceitos tendentes a prevenir ou a conciliar as questões que possam surgir na Bolsa, e se criam os recursos necessários para prover à conservação e às despesas do edifício.

Além do conselho de direcção, há ainda outro órgão de superintendência e administração: o comissário da Bolsa, sujeito aos dois ministros, da Fazenda e do Comércio. Cumpre-lho reprimir as infracções aos regulamentos, por si ou referindo os contraventores às instâncias competentes, assistir às deliberações do conselho de direcção e opor-se às que julgar contrárias à lei.

O conselho de direcção, além de elaborar os regulamentos e de desempenhar as funções que por estes lhes forem confiadas, tem ainda a seu cargo a gestão financeira da Bolsa, a manutenção da sua polícia interna e o dar parecer sobre a admissão de novos títulos à cotação, assunto que é decidido pelo Ministro da Fazenda.

A lei não admite na Bolsa os menores, os incapazes, as mulheres, os falidos não reabilitados e os condenados por contrabando ou transgressão às leis fiscais. Podem ser excluídos temporariamente: os que faltarem aos seus compromissos, os que tiverem violado os regulamentos e os que publicarem notícias falsas. Entre os concorrentes à Bolsa é necessário distinguir os visitantes e os membros; todos pagam a sua entrada, mas os primeiros pagam mais, e a todos é dado um bilhete pessoal e intransmissível.

A Bolsa de Viena funciona das 10 horas às 11, das 12 à 1 <sup>3</sup>/<sub>4</sub> e das 4 <sup>1</sup>/<sub>2</sub> às 5 <sup>1</sup>/<sub>2</sub>. Junto à Bolsa há um tribunal arbitral, cujos vogais são eleitos por três anos pelos membros da Bolsa e de cujas decisões não há recurso. A lei pune com prisão e multa os credores e frequentadores de Bolsas clandestinas.

### **VIII. OUTROS PAÍSES**

#### **Rússia**

As Bolsas na Rússia são instituídas pela autoridade local com aprovação do Governo. Fecham aos sábados. A Bolsa de S. Petersburgo está aberta das 3 <sup>1</sup>/<sub>2</sub> às 4 <sup>1</sup>/<sub>2</sub>.

#### **Espanha**

Em Espanha há Bolsas oficiais e Bolsas privadas. As primeiras são instituídas por decreto e os seus regulamentos, elaborados pela respectiva junta, estão sujeitos à aprovação do Ministro do Fomento. As segundas são formadas por sociedades particulares; dispõem de ampla liberdade na sua organização, mas as suas cotações só se consideram autênticas quando a Bolsa tenha sido autorizada pelo governo. Os regulamentos organizam a sua polícia e marcam as horas do seu funcionamento.

## Itália

As Bolsas italianas<sup>118</sup> são instituídas por decreto e ficam sujeitas directamente à Câmara de Comércio local, em regra, proprietária do seu edifício e indirectamente aos Ministros da Agricultura, do Comércio e da Indústria. São dirigidas por um sindicato administrativo eleito por dois anos pela assembleia dos intermediários da Bolsa. Cumpre a este sindicato prover à observância fiel dos regulamentos, manter a disciplina entre os membros da Bolsa, deferir os infractores dela ao julgamento da respectiva câmara de comércio e convocar as assembleias gerais dos sócios. Exerce ainda este sindicato funções arbitrais, procurando conciliar amigavelmente as divergências e questões que se suscitem na Bolsa.

São admitidos à Bolsa todos os cidadãos italianos e estrangeiros, incluindo as mulheres. Exceptuam-se, porém: os comerciantes falidos, os Corretores suspensos ou demitidos, os incapazes civis e os condenados a penas graves. As horas da Bolsa são determinadas pela Câmara de Comércio; a de Roma está aberta das 12  $\frac{3}{4}$  às 2 horas da tarde.

## Dinamarca

As Bolsas são instituídas pela autoridade local, com aprovação do rei. A Bolsa de Copenhaga funciona das 2 horas às 3 da tarde.

## Noruega

Na Noruega as Bolsas são também instituídas por decreto real.

## Holanda

A Bolsa é também instituída oficialmente. As suas sessões têm lugar da 1  $\frac{1}{2}$  às 3 na Bolsa de Amsterdão e na de Roterdão das 12  $\frac{1}{2}$  às 2 e das 3  $\frac{1}{2}$  às 4 horas.

---

<sup>118</sup> N. E.: As 10 Bolsas italianas que existiam até finais do século xx foram fechadas em 1998 e os seus mercados concentrados na Bolsa de Milão, cidade que é hoje o verdadeiro centro empresarial de Itália. Uma dessas 10 Bolsas era a de Trieste criada no tempo em que a cidade estava sob domínio austríaco e curiosamente a primeira Bolsa a ser criada na península. Com a derrota da Áustria na Primeira Grande Guerra, a cidade e a sua Bolsa passaram para a Itália.

## Suíça

Os cantões da Suíça têm absoluta liberdade pelo que respeita à regulamentação das Bolsas, sendo os seus regimes bastante variáveis. Porém, as Bolsas mais importantes são a de Zurique, a de Basileia e, principalmente, a de Genebra<sup>119</sup>.

A Bolsa de Genebra é administrada por funcionários públicos que o Governo nomeia, e as suas despesas estão a cargo do Estado. A Bolsa está aberta a todos os cidadãos nacionais ou estrangeiros em todos os dias não feriados das 11 às 12 horas.

A Bolsa de Zurique foi instituída pela autoridade cantonal, que nomeia os comissários encarregados da sua administração. Funciona das 11 <sup>1</sup>/<sub>4</sub> às 12.

A Bolsa de Basileia também tem um carácter oficial, sendo instituída pela autoridade cantonal. A hora de abertura é às 11 <sup>1</sup>/<sub>4</sub> e a de encerramento às 12.

## Grécia

Vigoram as mesmas regras da lei francesa.

## Roménia

É igual à anterior.

## Chile

A Bolsa tem também o carácter de uma instituição oficial.

O *México*, a *Bolívia* e o *Perú* seguem aproximadamente a organização chilena.

## BIBLIOGRAFIA

BEDARRIDE – Ob. cit.

BOUDON – *La bourse et ses hôtes* – cit.

---

<sup>119</sup> N. E.: *Hoje a Suíça só tem a Bolsa de Zurique e uma pequena Bolsa em Berna especializada em empresas PME. Todas as restantes Bolsas cantonais consolidaram com a de Zurique. E a Bolsa de Derivados Suíça, a SOFEX, fundiu-se com a sua congénere alemã na EUREX sediada em Frankfurt.*

– *La bourse anglaise* – cit.

BOZERIAN – Ob. cit.

CHEVILLIARD – Ob. cit.

182

COSACK – Ob. cit.

PASSOS (John R. dos) – *A treatise on the law of stock-brokers and stock-exchanges* – Vol. 1 –  
New-York, 1905. – The banks law publishing C.º

SAYOUS – Ob. cit.



## **PARTE IV**

### **DOS CORRETORES**

Por conveniência de estudo e para maior clareza da exposição dividiremos esta parte nos seguintes capítulos:

- 1.º) Princípios e disposições gerais.
- 2.º) A Câmara dos Corretores.
- 3.º) Funções dos Corretores.
- 4.º) Obrigações e proibições impostas aos Corretores.
- 5.º) Apreciação geral do nosso regime legal. A questão do monopólio dos Corretores.
- 6.º) Estudo das legislações estrangeiras.

(Página deixada propositadamente em branco)

## **CAPÍTULO I**

### **PRINCÍPIOS E DISPOSIÇÕES GERAIS**

#### **SUMÁRIO:**

- I. – Utilidade, origem, noção e divisão dos Corretores.
- II. – Da natureza do ofício de Corretor.
- III. – Instituição, nomeação, suspensão e extinção do ofício de Corretor.
- IV. – Associações de Corretores entre si e com terceiros.
- V. – Substituição dos Corretores; seus auxiliares.

#### **I. UTILIDADE, ORIGEM, NOÇÃO E DIVISÃO DOS CORRETORES**

Sem dúvida, todos os indivíduos, a quem a lei concede o direito de entrarem na Bolsa, podem contratar directamente entre si. Mas, se em princípio lhes assiste a ampla faculdade de negociarem directamente, é certo que na prática encontrariam as maiores dificuldades quando quisessem reduzir toda a sua actividade económica a essa forma rudimentar da troca directa. Aqui, assim como sucede quando se estabelecem relações entre produtores e consumidores, manifesta-se patente a utilidade dos intermediários.

Sem os intermediários, os negociantes de valores teriam dificuldade em se encontrar; desconhecendo-se, ignorariam a solvabilidade dos seus contratantes e, assim, ou levados por confiança ingénua se sujeitariam aos mais cruéis logros, ou dominados por um receio constante raríssimas vezes efectuariam as suas transacções. Além disso, perderiam sem eles o

benefício do incógnito, incorrendo na inferioridade que sempre se nota no comércio, em detrimento do que fez primeiro a oferta ou o pedido. A tudo isso obstam os intermediários.

Fazendo as mesmas considerações que antecedem, escreve BOZERIAN:

*“Por consequência, e conquanto tivesse sido mais económico não recorrer ao seu ofício, os comerciantes julgaram útil dirigirem-se a intermediários especialmente encarregados de alcançar um comprador ao vendedor, que o procurava, um vendedor ao comprador; que o pedia, e de negociar a compra ou a venda da mercadoria, mediante um salário, de que as convenções, os usos ou as leis determinaram a importância”.*

Aos intermediários cumpre, pois, como missão técnica, oferecer aos contratantes a contra-parte das suas propostas, e como missão económica, equilibrar os preços, concentrando nas suas mãos a oferta e a procura totais<sup>120</sup>. Deste modo, o intermediário, efectuando o belo princípio da divisão do trabalho, poupa ao comerciante a perda de tempo e as despesas, que exigiria a sua deslocação para a realização de qualquer negócio pretendido, recebendo, a troco dos seus serviços, uma certa remuneração ou salário: a corretagem.

Se, porventura, fosse possível eliminar das Bolsas modernas todos os seus intermediários, subitamente veríamos descer num colossal decrescimento a cifra das suas transacções. Mas nem mesmo é concebível o abalo que produziria tão assombrosa medida! Os intermediários, por meio das suas corporações devidamente organizadas, dominam na realidade os mercados bolsistas, conquanto só exerçam essa prepotente influência a bem dos inte-

---

<sup>120</sup> N. E.: Este argumento económico merece uma pormenorização adicional. No caso das operações de Bolsa, os Corretores acrescentam um valor adicional: o preço único que se estabelece em cada momento entre as várias ofertas de compra e de venda para o mesmo instrumento financeiro traduz um equilíbrio que só é possível porque esses intermediários em número limitado conseguem que as suas ofertas sejam vistas pelos outros. Pelo contrário, nos negócios bilaterais, o mais natural é que as duas partes não conheçam todo o mercado existente na praça naquele momento, daí vendendo barato demais ou comprando caro demais. Por isso, a recente tendência para a internalização pelos bancos das operações sobre títulos pode não traduzir uma forma de negociação equilibrado para as contrapartes não especializadas, para além de poder prejudicar os próprios bancos.

resses gerais do comércio; desta forma, do seu desaparecimento bem poderia resultar a enorme decadência, se não a ruína total, do comércio de valores.

De resto, quase todos os autores são unânimes em reconhecer a necessidade e utilidade dos intermediários da Bolsa.

*“A necessidade de intermediários nas operações comerciais, \, não pôde nunca ser, nunca foi desconhecida ou contestada. São, com efeito, necessárias aos comerciantes pessoas que conheçam as suas necessidades recíprocas, que os aproximem e que facilitem assim operações, nas quais, sem a sua intervenção, nem mesmo se teria pensado”.*

Recentemente, porém, os sectários de uma escola económica têm sustentado a vantagem de eliminar todos os intermediários da organização económica, apodando-os de parasitas que vivem à custa dos produtores e consumidores, especialmente destes últimos. Não nos cumpre aqui discutir a base de tais princípios, em contradição directa com a lei da divisão do trabalho, mas, ainda quando os aceitássemos, teríamos de os considerar, por ora, como um ideal irrealizável, pois já em breves palavras indicámos a impossibilidade da supressão actual dos intermediários.

A análise dos factos vem corroborar valiosamente o justo fundamento das nossas conclusões. Não só encontramos hoje em dia intermediários comerciais em todos os países, como vemos que eles surgem apenas se funda um centro comercial de uma certa importância. E assim se pode fazer remontar a sua origem à mais remota antiguidade. Nasceram com o comércio, existindo desde o inicial desenvolvimento do organismo económico e tendo assim precedido de longe o aparecimento das Bolsas de comércio.

Já no *Digesto* romano se encontra um título referente aos intermediários de comércio – os *proxenetæ* (Livro 50, Título 14); aí se diz, descrevendo as suas funções: “*Qui emptionibus venditionibus commerciis et licitis contractibus utiles non adeo improbalili more se exhibent*” (Dig., Loc. cit., Fr. 3º). Mas é à França que devemos a criação do ofício de Corretores da Bolsa. Pela primeira vez se encontra referência aos *curretiers de change* num édito de Filipe o Belo, de 1305, e a sua primeira organização oficial foi estatuída por um édito de Carlos IX, de 1572. Também entre nós, como

já vimos, se encontram referências aos Corretores em diplomas legais de bem provecta idade!

Segundo o Regimento do Ofício de Corretor, aprovado por Decreto, de 10 de Outubro de 1901, a profissão de mediador nas Bolsas só pode ser exercida por oficiais públicos, denominados Corretores, os quais são os intermediários oficiais instituídos para as operações comerciais, a que se referem os art. 66º e 351º do Código Comercial (art. 1º). Dispõe ainda a nossa legislação que o ofício de Corretor é pessoal, público, viril e de nomeação régia (Cod. Com., art. 64º; Reg. cit., art. 2º).

De um modo, porém, mais científico, poderemos dizer, com VIDAL, que Corretor é um intermediário destinado à negociação das letras de câmbio, das matérias metálicas, dos títulos públicos e, em geral, de todos os valores mobiliários.

Realizando o princípio da divisão do trabalho, não só na sua própria existência como ainda na sua organização interna, os Corretores dividem-se em várias categorias. Segundo o Regimento de 1901, há Corretores:

- a) de câmbios, fundos públicos e particulares, créditos e obrigações mercantis;
- b) de navios, seguros e transportes;
- c) de mercadorias e suas vendas (art. 4º).

Pode, porém, um mesmo indivíduo exercer todas estas espécies de corretagem, sendo a respectiva indicação feita no título de nomeação e, ainda quando seja nomeado só para uma delas, pode acumular o exercício das outras, submetendo-se às condições da respectiva nomeação nos termos legais (art. 5º e 6º)<sup>121</sup>.

## II. DA NATUREZA DO OFÍCIO DO CORRETOR

Qual é a natureza do ofício do Corretor?

---

<sup>121</sup> N. A.: As citações de artigos sem mais referenda entendem-se sempre referidas ao Regimento do Ofício de Corretor, de 10 de Outubro de 1901.

Deverá este ser considerado como um comerciante ou como um oficial público? Esta questão, que nos conste, só foi estudada entre nós pelo Sr. Dr. PEDRO MARTINS, mas faz objecto de graves controvérsias entre os escritores estrangeiros. Examinemo-la em face das nossas disposições legais e procuremos depois apreciar a solução por elas adoptada, à luz dos critérios teóricos.

A meu ver, não há dúvida de que o Corretor é considerado pelo Código Comercial como um comerciante. Com efeito, segundo o Código Comercial, são comerciantes as pessoas que, tendo capacidade para praticar actos de comércio, fazem deste profissão (art. 13º). Ora, são actos de comércio todos os que se achem especialmente regulados no Código (art. 2º) e neste caso estão, sem dúvida, as operações dos Corretores. Assim, cumpre-lhes comprar ou vender mercadorias, navios, fundos públicos, acções de sociedades legalmente constituídas, títulos de riscos marítimos, letras, livranças, cheques e outros créditos e obrigações mercantis (art. 66º, nº 1). A compra de mercadorias e de navios são compras de coisas móveis e, portanto, são comerciais, quando sejam feitas para revender ou para lhes alugar o uso (art. 463º, nº 1); a sua venda está nas mesmas condições, e é pois comercial, quando a sua aquisição houvesse sido feita no intuito de as revender (art. 463º, nº 2); portanto, a compra e venda de mercadorias e de navios, se não sempre, são, pelo menos muitas vezes, actos de comércio. A compra para revenda de fundos públicos ou de quaisquer títulos de crédito negociáveis e, portanto, dos títulos de riscos marítimos, das letras, livranças e cheques, de outros créditos e obrigações mercantis é também considerada comercial (art. 463º, nº 2). O mesmo sucede com as compras e vendas de acções de sociedades comerciais (art. 463º, nº 5). Portanto, as compras e vendas que aos Corretores incumbe fazer são, na maioria dos casos, actos de comércio.

Comerciais igualmente são as negociações de descontos, seguros, fretamentos e empréstimos. O desconto é uma operação de banco, a que expressamente se refere o Código no art. 362º; os seguros fazem objecto de um título inteiro do Código – o Título XV do Livro II; o fretamento é um dos contratos do comércio marítimo, regulado nos art. 541º e seg., e o empréstimo também se acha sujeito às disposições dos art. 394º e seg. do Código. Todos estes actos, em face do sistema do art. 2º, são pois actos de comércio.

Por último, cumpre aos Corretores intervir nas operações de Bolsa (art. 66º, nº 4), que também estão reguladas no Título VIII, do Livro II, do Código.

Portanto, são actos de comércio os actos que o Corretor faz profissão de praticar, e assim é ele comerciante, pelo disposto no art. 13º.

É certo, porém, que aos Corretores é proibido exercerem comércio por conta própria (art. 80º, nº 1)<sup>122</sup>. Ora, poder-nos-ão objectar, que se eles fossem comerciantes poderiam necessariamente exercer comércio por sua conta; não o podendo fazer, têm pois um carácter meramente civil.

Não nos parece forçada esta conclusão. Sem dúvida, eles não podem exercer o tráfico ordinário, mas podem e devem realizar actos de comércio inerentes à sua profissão. Poderão exercer uma espécie de comércio, mas não todo. Parecerá isto uma inconsequência da lei, mas, ainda quando assim fosse, o que adiante veremos não ser exacto, a dita inconsequência nada provaria em desabono da nossa opinião. A lei não exige, para se ser comerciante, que se pratiquem todos os actos de comércio; basta praticar habitualmente um deles e assim bem se pode conceber que a um comerciante se proíba um certo tráfico e se lhe permita o restante.

Por isso também não colhe o argumento dos que admitem que o Corretor pratica o comércio, mas numa forma *sui generis*, a que melhor seria dar outro nome e que o não investe da qualidade de comerciante.

A lei não distingue e só nos cumpre averiguar se se trata ou não de um acto de comércio; logo que se decida pela afirmativa, não importa saber qual a sua natureza, – aquele, que da sua prática faz profissão habitual, é necessariamente comerciante.

A realidade mostra-nos que isto sucede precisamente ao Corretor que faz actos comerciais por si e em seu nome, visto que a lei lhe proíbe em certos casos revelar o nome do seu comitente (art. 68º, nº 4), ficando responsável pela execução do contrato e subrogado nos direitos daquele (art. 76º). Dirão ainda que, se isto estabelece a lei, é unicamente para garantia do respeito

---

<sup>122</sup> N. E.: *Convém recordar a distinção entre “brokers” e “dealers”, até porque a maioria dos actuais intermediários de Bolsa gozam da possibilidade de também comprarem instrumentos financeiros para a carteira própria ou venderem activos dessa mesma carteira. Mas ainda hoje subsistem Corretores no sentido restritivo da palavra que se entendem como beneficiando do alto valor para a sua clientela da sua total independência face aos negócios que intermedeiam.*



do Corretor pelo segredo profissional, mas que, de facto, o negócio não é feito por conta do Corretor e que, portanto, é injusto que ele sofra todas as consequências de uma operação que não é sua. Não nos cumpre agora discutir a justiça da norma legal, o certo é que ela declara o Corretor apto a praticar a seu risco, em certos casos, actos de comércio.

De resto, a qualidade de comissário, longe de privar o Corretor da qualidade de comerciante, antes bastaria para lha devermos atribuir. Com efeito, o comércio não se limita exclusivamente à compra de coisas para revender, abrange igualmente a prestação de serviços pessoais a troco de múltiplos salários, como sucede na comissão. Dá-se o contrato de comissão, quando o mandatário executa o mandato mercantil, sem menção ou alusão alguma ao mandante, contratando por si e em seu nome, como principal e único contraente (art. 266º). É precisamente, como já vimos, o que faz o Corretor. Ora a comissão é evidentemente um acto de comércio, visto constituir objecto do Capítulo III, do Título V, do Livro II, do Código Comercial. Por consequência, o Corretor, que tem como profissão habitual realizar comissões, é um comerciante; ainda quando o não fosse pelas operações que pratica, era-o indubitavelmente pelas relações que estabelece com os seus clientes.

O comércio caracteriza-se teoricamente pela ideia de lucro e esse carácter, existindo nos actos de corretagem, bastaria para lhes atribuir natureza comercial. Dizem em contrário alguns autores, que a especulação envolve a esperança do lucro, mas também a possibilidade da perda, e que esse carácter aleatório não existe nas operações do Corretor. Mais do que um lucro, dizem, deve-se ver na corretagem uma remuneração semelhante à que se paga a um oficial público pela inscrição num registo legal.

Não nos parece exacta esta afirmação. A responsabilidade que o Corretor tem de assumir, em certos casos, pelos actos praticados por ordem dos seus clientes, pode-lhe acarretar involuntária e inocentemente graves prejuízos; no decurso do nosso trabalho veremos também que ainda noutros casos pode o Corretor sofrer onerosas perdas. A analogia do Corretor com um oficial do registo é muito exagerada; se algumas das suas funções se assemelham às destes, não são essas as únicas, nem as principais, que lhe cumpre desempenhar.

Mas, além da conclusão que firmámos, deduzida do sistema geral do Código sobre actos de comércio, outras podemos inferir de várias disposições legais, que corroboram o carácter comercial do ofício de Corretor.

Assim é o Código Comercial, que constitui o diploma fundamental regulador do ofício de Corretor, o que prova a sua natureza comercial; tanto mais que o Código subordina o título relativo aos Corretores à rubrica «Do comércio em geral». O Livro I trata, por assim dizer, da estrutura do organismo comercial, ocupando-se os Livros subsequentes do seu funcionamento. Assim, o facto de se incluírem no Livro I as disposições referentes a Corretores vem integrá-los logicamente entre os órgãos comerciais.

A exigência da capacidade comercial (Cod., art. 65°), condição *sine qua non* da nomeação dos Corretores, prova também que esta tem como resultado habilitá-los à profissão de comerciante.

Ainda outra especialidade demonstra a comercialidade da corretagem: é a sujeição dos Corretores ao regime da falência. Em face do Código Comercial, podiam-se levantar dúvidas a tal respeito; este, com efeito, limitava-se a declarar sempre fraudulenta a insolvência dos Corretores (art. 79°). Nada lhes impunha a sujeição ao regime da falência e antes o emprego pelo Código do termo «*insolvência*» parecia excluí-los dela.

Deste modo, da resolução da questão geral sobre o carácter do ofício de Corretor, é que devia derivar a solução desta questão especial; nela não encontraríamos, pois, nenhum subsídio para a resolução da questão principal. Hoje, porém, cessam todas as dúvidas, visto que o Código de Falências no § único do seu art. 144° repete a disposição do Código, tendo enumerado no corpo do artigo os casos em que a falência se considera fraudulenta. Deste modo, não é lícito duvidar que o Código de Falências e, portanto, o regime da falência se aplicam à insolvência dos Corretores. Ora, visto que a falência é ainda entre nós um instituto exclusivamente reservado aos comerciantes (Cod. de Fal., art. 1°), a sujeição a ela dos Corretores equivale a atribuir-lhes expressamente a qualidade de comerciantes.

Mas, contra esta conclusão, ainda alguns levantam certas objecções. Alegam esses escritores que a falência nada tem com o ofício de Corretor; este nunca pode ser levado a ela, enquanto se limite ao exercício da sua profissão; só quando não respeita esses limites e pratica actos de comércio,

infringindo assim os deveres do seu cargo, é que pode ser declarado falido. Enfim a comercialidade só aparece depois da falência e nada prova quanto à determinação da sua qualidade anterior.

Parece-nos admiravelmente subtil, mas pouco exacta, esta argumentação. Sem dúvida, o Corretor, que pratica só, correcta e cuidadosamente a sua profissão, não deve falir. Mas isso nada importa, pois a lei não exige para a falência ser declarada, que ela resulte de um acto legalmente declarado comercial. É na verdade, em regra, a falta de cumprimento das normas legais ou jurídicas que acarreta a falência, simplesmente ela dá-se ou não, conforme é civil ou comercial a pessoa culpada de tal infracção. Um comerciante que cumpre normalmente a sua função, respeitando a lei e a fé dos contratos e observando as regras de boa prudência, não pode falir; se, porém, sair dessa conduta, se violar uma lei, pode falir. Pelo contrário, um não-comerciante em caso algum pode falir.

Esta é que é a distinção fundamental e única a que temos de atender. A lei não exige que a falência resulte dos actos normais do tráfico do insolvente, portanto não pode pretender também que ela resulte do simples exercício da profissão de Corretor. A questão é muito simples, quando reduzida aos seus fundamentais princípios; resume-se no seguinte: a sujeição à falência implica a qualidade de comerciante, ora os Corretores estão sujeitos à falência, logo são comerciantes. Assim na forma antiquada do silogismo encontramos a mais clara expressão do caso presente. Nem se diga que a comercialidade é posterior à falência, depois dela é que essa qualidade desaparece, visto o falido ficar privado da capacidade de comerciar (art. 16º do Cod. de Fal.). Um falido não é um comerciante e assim perde pela falência a qualidade anterior de comerciante, em vez de, como dizem, a adquirir como consequência desta. Da doutrina que combatemos, poder-se-á unicamente deduzir uma crítica à nossa organização legal, sustentando a inconveniência para os Corretores do regime da falência. Assim entendida, não é este o lugar asado para dela nos ocuparmos.

Ainda a prática fornece uma confirmação à nossa teoria, pois averiguámos que no tribunal de comércio de Lisboa já os Corretores têm sido eleitos para jurados. Ora isto equivale a declará-los comerciantes, pois só estes podem ser eleitos para tal cargo (Cod. do Processo Comercial, art. 51º e § único).

Do facto da lei impor aos Corretores a obrigação de ter certos livros (Cod. art. 69º), também se pretende deduzir um argumento contrário à nossa tese. Se os Corretores fossem comerciantes, dizem, estavam sujeitos à regra geral, que lhes impõe uma certa escrituração (Cod. art. 29º), e não havia necessidade de providenciar novamente a tal respeito.

Se, de facto, o legislador se tivesse limitado a repetir para eles as mesmas normas aplicáveis aos comerciantes em geral, mostraria que os não incluía na regra geral, e que, portanto, os não considerava comerciantes. Bem diferente foi, porém, o proceder do legislador. Limitou-se este a estabelecer normas especiais para a escrituração dos Corretores e a dispensá-los de terem certos livros, mostrando antes a sua sujeição, na falta de normas próprias, às regras gerais dos comerciantes.

Parece-nos estar demonstrado o carácter comercial dos Corretores, em face da nossa legislação. Desse carácter resulta a sua sujeição às regras gerais da classe comercial, o que envolve importantes consequências práticas. Assim, a principal refere-se à determinação da natureza dos actos por eles praticados; estes não são actos de comércio somente quando forem regulados pelo Código Comercial, mas sempre que não sejam de natureza exclusivamente civil, se o contrário do próprio acto não resultar (Cod. Com., art. 2º). Assim, o tão debatido sistema do Código Comercial sobre actos de comércio obriga-nos a este curioso processo lógico: induz-se da natureza comercial dos actos praticados pelo Corretor a sua qualidade de comerciante e seguidamente deduz-se dessa sua qualidade o carácter comercial de todos os actos, por ele praticados, que não sejam de natureza exclusivamente civil.

De resto, notaremos, que a não admissão do carácter comercial do ofício de Corretor levaria a absurdas conclusões práticas. Assim, muitas vezes, o Corretor estaria sujeito a uma jurisdição e o seu cliente a outra, e a mais incompetente, porventura a jurisdição administrativa, seria chamada a apreciar dos actos de corretagem.

É certo, porém, que, apesar de comerciantes, os Corretores assumem certas funções que muito os assemelham a oficiais públicos. São nomeados pelo Estado, ao qual ficam mais ou menos sujeitos, desempenham um papel activo no funcionamento de um instituto público – a Bolsa, – contribuem

para a repressão da agiotagem, – isto é, de um acto ilegal e criminoso, – são incumbidos de efectuar certas publicações com carácter oficial, passam certidões e imprimem autenticidade a certos actos, assemelhando-se neste ponto aos notários, etc. Assim, o Código Comercial, declara o seu ofício público (art. 64º) e o mesmo faz o Regimento de 1901 (art. 2º).

Como se deduz do que já temos dito, não admitimos que o ofício de Corretor esteja equiparado a uma função pública. Unicamente entendemos que tem um carácter misto, reunindo em si funções comerciais e funções de carácter público. Como veremos, assim o considerou e, em harmonia com esse princípio, acerca dele providenciou o nosso legislador.

Na hierarquia das profissões comerciais, o ofício do Corretor figura também como um intermédio ou misto do mandato e da comissão. Quanto ao terceiro, com quem contrata, o Corretor é evidentemente um comissário; quanto ao seu cliente é um mandatário. Bem o reconheceu o nosso Código, sujeitando-o à responsabilidade que dimana dos contratos de mandato e de comissão, na parte aplicável às negociações em que intervier, tendo do mesmo modo contra os comitentes os direitos que daqueles contratos lhe dimanarem (Cod. art. 77º). O Regimento de 1901 reproduz esta disposição no seu art. 71º.

Os actos de corretagem são sempre, como já dissemos, comerciais, pelo que respeita aos Corretores. Quanto aos clientes podem ser civis ou comerciais; se o cliente praticar habitualmente operações de Bolsa, é comercial também para ele (conf. Cod. Com. art. 2º e 13º); no caso contrário, é meramente civil. Mas nada importa esta distinção, pois nos dois casos o acto será regulado pelas disposições da lei comercial quanto a ambos os contratantes, salvas as que só forem aplicáveis aos Corretores, e ficam ambos sujeitos à jurisdição comercial (Cod. Com. art. 99º).

### **III. INSTITUIÇÃO, NOMEAÇÃO, SUSPENSÃO E EXTINÇÃO DO OFÍCIO DE CORRETOR**

A nossa legislação regula cuidadosa e minuciosamente o provimento do cargo de Corretor e natural é que assim faça, revestindo tais disposições incontestável importância. Sendo os particulares, como veremos, obrigados

a recorrer aos serviços dos Corretores, é indispensável que a lei cerque o seu recrutamento das necessárias garantias.

Estudaremos primeiro a forma por que se institui o cargo de Corretor e depois veremos qual a forma do seu provimento, ocupando-nos aí das condições exigidas para o exercício do cargo, do respectivo concurso, da tomada de posse e de outras formalidades necessárias. Por último, diremos quais os casos em que se extingue ou se suspende o exercício do ofício de Corretor.

### **Criação dos cargos de Corretores.**

O número de Corretores é fixado para cada praça, mediante proposta da respectiva Câmara de Comércio ou, na falta desta, da Associação Comercial, por um decreto passado pelo Ministério das Obras Públicas, Comércio e Indústria, no qual se determinará quantos deve haver para cada espécie de corretagem, levando em conta as acumulações de duas ou mais espécies num só indivíduo, permitidas por lei, como já vimos (Reg. art. 7º e § único; 104º, conf. art. 6º).

Para a Bolsa de Lisboa o número total de Corretores foi fixado em 5 da 1.ª espécie (câmbios, fundos públicos e particulares, créditos e obrigações mercantis), 2 da 2.ª (navios, seguros e transportes) e 5 da 3.ª (mercadorias e suas vendas). Este número pode, porém, ser aumentado pela forma já dita (art. 103º e § único, conf. art. 4º)

### **Condições para a admissão ao cargo de Corretor.**

A natureza especial das funções incumbidas aos Corretores e a confiança ilimitada que neles têm de depositar os seus clientes, exigem da sua parte não só a capacidade técnica precisa, como ainda uma alta probidade e uma reconhecida moralidade.

*“Os Corretores, dizia SAVARY, devem ser homens honrados, sem mancha e capazes desse emprego, porquanto têm nas suas mãos a honra e a fortuna dos comerciantes, negociantes e banqueiros, e de todos os que se servem do seu mister, se não forem discretos, sagazes e prudentes nas suas negociações”.*

É certo que a lei só por si é insuficiente para garantir a boa conduta dos Corretores; para a obter, mais do que nela, devemos confiar na iniciativa

individual e na moralidade geral. Todavia, só pode ser vantajoso que na lei se fixem a este respeito alguns princípios fundamentais. Unicamente não devemos sujeitá-los a uma interpretação restrita e acanhada, antes os devemos procurar completar e para isso devemos ter sempre na mente as exigências que a moral nos impõe e, de harmonia com elas, considerar como tacitamente vigentes certos princípios que a lei não consigna, mas que implicitamente admite.

Para o exercício da profissão de Corretor é necessário reunir, segundo a lei portuguesa, as seguintes condições:

- a) Ser indivíduo do sexo masculino. O Código Comercial (art. 64º) e o Regimento de 1904 (art. 2º), declarando viril o cargo de Corretor, claramente inibem as mulheres do seu exercício.
- b) Ser de nacionalidade portuguesa, natural ou naturalizado (Cod. art. 66º; Regimento, art. 8º). Esta garantia assume uma importância primordial nos tempos presentes, em que a Bolsa exerce uma tamanha influência na política geral de cada país. Dizem alguns, que na Bolsa só há o patriotismo do dinheiro. Mas esta afirmação, além de falsa, é injusta; aos Corretores nacionais se tem devido em vários países um auxílio importante prestado às finanças e ao crédito do seu país, ainda que contrário aos seus interesses; pelo contrário, nos mercados livres, em que há Corretores estrangeiros, estes têm-se mostrado sempre indiferentes, quando não inimigos, das necessidades e dos interesses do Estado local. O santo e elevado sentimento do patriotismo resiste na verdade a todas as influências deprimentes, ainda àquelas, como a da ganância, que mais dominam, corrompem e aviltam um homem. Este facto é geralmente reconhecido em todos os países, chegando alguns como a Inglaterra e o Brasil a excluir do cargo de Corretor o estrangeiro naturalizado. A nossa lei expressamente equipara neste ponto os cidadãos portugueses de origem aos estrangeiros naturalizados.
- c) Ter capacidade comercial (Cod. Com. art. 65º; Reg. art. 8º). Como é sabido, têm capacidade comercial todos os que civilmente são capazes de se obrigar (Cod. Com. art. 7º). Portanto, ficam excluídos

do cargo de Corretor, por força desta disposição, os menores (Cod. Civ. art. 98º) e os que lhe são equiparados, isto é, os interditos por demência (art. 313º e seg. do Cod. Civ.), por surdo-mutismo (Cod. Civ. art. 331º) e os interditos por prodigalidade (Cod. Civ. art. 340º). Para estas duas últimas formas de interdição, a incapacidade pode ser apenas parcial (Cod. Cív. art. 338º e 345º), mas, por mais restrita que seja, dificilmente deixará de abranger o exercício do comércio. Quanto aos menores, também há a notar uma especialidade. Sendo os emancipados em tudo equiparados aos maiores (Cod. Civ. art. 305º) e expressamente investidos pela lei na capacidade comercial (Cod. Com. art. 8º), não podem ser nomeados Corretores. Nada justifica esta disposição, que todavia resulta claramente do artigo 21º nº1 do Regimento, exigindo que o candidato a Corretor prove ter a maioridade de 21 anos.

Não legislando o Código, nem o Regimento, em especial para os falidos, devem-se considerar abrangidos por esta disposição geral, visto que a declaração da falência opera a sua interdição civil, pelo que respeita aos bens havidos ou que de futuro lhe advenham (Cod. de Fal. art. 16º), e portanto os priva da capacidade comercial. É de sobejo justificada esta disposição, mormente no que respeita ao assunto de que estamos tratando. É certo que a falência pode ser originada simplesmente por uma causa infeliz e imprevista, e nesse caso só provoca a compaixão e o dó. Mas a lei não pode considerar em especial esses casos, distinguindo-os dos outros, mais frequentes, em que a falência envolve uma presunção de culpa e um carácter infamante, ou, pelo menos, uma fundada suspeita de incapacidade. Ainda nesta hipótese mais favorável de simples inabilidade, tanto bastaria para inibir os falidos do exercício das delicadas funções de Corretores; depois de falidos, quem poderia confiar neles? e de que modo se poderiam eles apresentar aos seus credores, para lhes servirem de intermediários nas suas transacções?

A reabilitação do falido nos termos dos art. 154º e seg. do Código de Falências, levantando-lhe a sua interdição, restitui-lhe a capacidade comercial e habilita-o, portanto, novamente a exercer a profissão de Corretor.



É bem justificada essa disposição. É certo que o falido, satisfazendo os seus credores pelos modos legais (Cod. de Fal. art. 154º), cumpre apenas um dever moral, mas a reabilitação vem provar que houve infelicidade, mas não especulação malévola na causa da sua falência, e assim destrói a presunção anterior de culpa ou negligência da sua parte.

Depois de reabilitado, é justo que o falido não continue a sofrer as consequências do evento infeliz de que foi vítima. Além do que esta disposição constitui para o falido um novo estímulo a obter a sua reabilitação e assim beneficia correspondentemente os seus credores, que com ela só têm a lucrar.

Para os insolventes civis não é aplicável idêntico regime, visto que a nossa lei nada dispõe, em especial, a seu respeito. É certo, porém, que, à parte a menor publicidade da insolvência civil, é ela em tudo equiparável à comercial e justo seria que a lei fornecesse, pelo sistema que já expusemos, um mesmo estímulo para a reabilitação do insolvente civil. Em face do silêncio da lei, e por mais absurdo que isso pareça, não há dúvida, porém, que o insolvente civil pode ser livremente nomeado Corretor.

- d) Gozar de boa reputação (Cod. Com., art. 65º; Reg., art. 8º). Esta disposição, exigindo o bom comportamento anterior do candidato a Corretor, é quase uma inutilidade, por se considerar subentendida. Por sua vez, implica tacitamente algumas restrições; assim, entre outros motivos, uma condenação penal deve inibir o réu da função de Corretor. Claramente confirma esta interpretação a exigência do art. 13º, nº 6 do Regulamento, que adiante estudaremos, e que requer, não só que o candidato não tenha sido condenado, mas que nem mesmo esteja envolvido em qualquer processo-crime.
- e) Ter obtido aprovação em exame de língua francesa e inglesa, e ainda, para os Corretores de seguros, navios e transportes, na de exame de língua alemã (argumento do art. 13º, nº 4, do Reg.). Visa esta exigência garantir a capacidade profissional do candidato. Sendo, porém, a única que com esse fim se encontra na nossa legislação, parece-nos insuficiente. O concurso não basta; pois, além dos conhecimentos teóricos, é indispensável uma certa prática de comércio, para se estar habilitado ao bom desempenho do cargo do Corretor.

A nossa lei reconhece isto mesmo, considerando razão de preferência o serviço por dois anos ou mais em casa bancária ou comercial, ou em escritório de Corretor (art. 21, § único). Com grande vantagem poderia, porém, a nossa lei ir mais longe e exigir sempre um estágio prévio, consistindo em ser empregado numa casa comercial, de preferência numa casa bancária, por um período não inferior a 3 anos, ou, melhor ainda, ser caixeiro de um Corretor, podendo-se neste caso encurtar o prazo dito. Mas, para que esta prática não fosse meramente illusória, deveriam os chefes, que houvessem tido o candidato, passar uma certidão do seu aproveitamento, a qual fosse sincera e não uma mera ocasião para um favor ou uma amabilidade. É certo que à lei não seria possível garantir a veracidade da certidão, mas os próprios particulares, no seu bem entendido interesse, nunca deveriam consentir, e muito menos colaborar, no seu falseamento.

- f) Ter satisfeito aos preceitos do recrutamento militar (argumento do art. 13º, nº 5, do Regimento).
- g) Achar-se habilitado em concurso (Cod., art. 65º; Reg., art. 8º).

Adiante trataremos destes concursos. Mas, ainda quando reúnam todas as mencionadas condições, há certos indivíduos que não podem ser Corretores. São:

- a) Os eclesiásticos, os militares estando ou não em efectivo serviço, e os funcionários e outros oficiais públicos (Reg., art. 21º, nº1). São intuitivas as razões que determinam a incompatibilidade de tais profissões com a de Corretor.
- b) Os Corretores que já tiverem sido demitidos dos seus cargos (art. 21º, nº 2). Esta disposição era escusada; pois o governo, fundado na significação de mau comportamento que tem sempre a demissão de um Corretor, podia recusar-se legalmente a nomeá-lo de novo. Contudo, não é prejudicial, pois pode servir a coarctar o favoritismo, tão de temer entre nós. Em si mesma, a medida é justíssima, não só como pena merecida, mas ainda pelo seu carácter preventivo ou de intimidação.

- c) Os condenados pela intrusão no ofício do Corretor (art. 21º, nº 3).  
A intrusão representa a violação de um dever legal e, como tal, afecta desfavoravelmente a reputação moral do seu autor; justo é, pois, que se lhe imponham esta e outras formas de repressão.
- d) Os que sem motivo legal tiverem deixado de cumprir as obrigações contraídas em negociações de Bolsa (art. 21º, nº 4). Esta manifestação de desonestidade no próprio local onde teriam de exercer as suas funções, constitui razoavelmente uma causa de exclusão dos candidatos a Corretores.

### Concurso e nomeação dos Corretores.

Portanto, um indivíduo, que reúna as condições legais e em quem não assista nenhuma das causas de exclusão que dissemos, tem ainda de ser sujeito a um concurso. Exceptuam-se, porém, os Corretores interinos, que existiam em 10 de Outubro de 1901 com mais de dois anos de exercício regular do seu ofício; estes continuaram exercendo as suas funções até à nomeação definitiva, que pode ser feita independentemente de concurso (art. 105º e § 1º).

O concurso é aberto, quando não estiver preenchido o número de Corretores fixado para cada praça, por iniciativa do Ministério das Obras Públicas ou da Câmara dos Corretores (art. 44º, nº 11), da Câmara de Comércio, da Associação Comercial ou do Secretário do Tribunal de Comércio, com autorização do mesmo Ministro (art. 10º). O concurso abre-se perante a Direcção Geral do Comércio e Indústria (art. 9º), por um período não inferior a 30 dias nem superior a 60 (art. 12º), para a habilitação ao ofício de Corretor, mas não para cada praça em especial, e para todas ou só para alguma ou algumas das classes de corretagem (art. 11º).

O candidato fará um requerimento declarando a espécie de corretagem a que se propõe (art. 14º), e dirigi-lo-á ao Ministério das Obras Públicas, juntando documentos que provem:

- a) A sua qualidade de cidadão português e a sua maioridade de 21 anos;
- b) A capacidade comercial;
- c) A aprovação nos exames acima ditos;
- d) Ter satisfeito aos preceitos do recrutamento militar;

e) Certificado do registo criminal, provando não se achar envolvido em processo-crime (art. 13º).

202

Além destes, podem os candidatos apresentar quaisquer documentos comprovantes da sua capacidade para o pretendido ofício, e designadamente os atestados que provem terem servido numa casa comercial ou bancária ou no escritório de um Corretor, nos termos já ditos (art. 21º, § único).

Nos oito dias seguintes ao encerramento do concurso, constitui-se o júri formado pelo Director Geral do Comércio e Indústria, por um dos secretários do Tribunal de Comércio tirado à sorte, e por um Corretor da praça de Lisboa, nomeado na espécie de corretagem sobre que versar o concurso pelo Ministro das Obras Públicas ou, quando o concurso versar sobre mais de uma espécie, por um Corretor de cada espécie (art. 17º, 15º e § único). Como secretário do júri, sem voto, funciona o chefe da Repartição do Comércio (art. 18º, § 13).

São nomeados tantos membros suplentes como efectivos (art. 18º, § 15). O encargo do júri é obrigatório (art. 18º, § 14) e os Corretores que faltarem sem motivo justificado ficam sujeitos à pena de multa de 10\$000 reis por cada falta, e do dobro no caso de reincidência (art. 18º, § 15).

O júri na sua sessão de constituição examina os documentos dos candidatos e exclui desde logo:

- a) Os que não apresentarem todos os documentos;
- b) Aqueles cujos documentos não estejam nas formas legais;
- c) Aqueles de cujos documentos resulte estarem affectos de alguma causa legal de exclusão do ofício do Corretor (art. 17º).

Na mesma sessão, o júri formula e aprova os pontos para as provas orais (art. 18º, § 1º). Seguidamente publicam-se, por anúncios no *Diário do Governo*, os nomes dos candidatos admitidos e os dias marcados para as provas (art. 17º, § único). Os pontos orais estão patentes por dez dias na Repartição do Comércio (art. 18º, § 3º).

Nos dias marcados procede-se à produção de provas, podendo o presidente do júri dirigir ao candidato as perguntas que entender, e os demais

vogais inquirirem e argumentarem sobre a matéria do respectivo ponto (art. 15º e 16º). As provas são orais e escritas, destinando-se as primeiras a avaliar se o candidato tem a cópia geral dos necessários conhecimentos, e as segundas a verificar se ele tem a aptidão necessária para redigir os actos escritos profissionais (art. 18º, § 6º).

Em primeiro lugar, é prestada a prova escrita por todos os candidatos, no mesmo dia e com ponto comum (art. 18º e § 3º), tirado pelo primeiro candidato na ordem alfabética (art. 18º, § 4º). Esta prova é prestada nas duas horas imediatas à tiragem do ponto, podendo os candidatos consultar os livros de legislação que desejem (art. 18º, § 9º), e não podendo comunicar com nenhuma pessoa estranha (art. 18º, § 10º). Nos dez dias seguintes são as provas escritas examinadas por todos os membros do júri (art. 18º, § 11º).

Decorrido esse prazo, procede-se à produção das provas orais (art. 18º, § 11º). Estas são prestadas em cada dia por 4 candidatos, o máximo, com um ponto comum (art. 18º, § 2º) tirado pelo primeiro candidato na ordem alfabética (art. 18º, § 4º). Os candidatos têm duas horas para estudar o ponto, numa sala apropriada, sob a vigilância do chefe da Repartição de Comércio (art. 18º, § 7º). As provas orais são públicas, não podendo, porém, nenhum candidato assistir às provas dos demais que na prestação delas o precederem (art. 18º, §§ 8º e 2º). Começam, logo que findem as duas horas ditas, e não podem durar, para cada candidato, nem menos de um quarto de hora, nem mais de meia hora (art. 18º, § 8º). Durante o estudo do ponto e a prova, não podem os candidatos comunicar com qualquer pessoa estranha (art. 18º, § 10º).

Findas as provas orais, o júri recolhe à sala das deliberações procedendo à apreciação da capacidade dos candidatos, em vista de todos os elementos fornecidos pelas provas orais e escritas e pelos documentos apresentados. Vota-se primeiro a admissão ou rejeição dos candidatos em escrutínio secreto, sendo rejeitados os que obtiverem maioria de esferas brancas. Seguidamente procede-se à classificação dos candidatos admitidos de *bom* e *muito bom*, em escrutínio secreto, por bilhetes impressos com *B* e *MB*, distribuídos igualmente pelos membros do júri (art. 18º, § 12º).

Como se vê, o nosso Regulamento subordina principalmente ao resultado de um concurso a escolha dos Corretores. Bem digno de louvor é este sistema, pois, quando o concurso seja sério e imparcial, nenhum meio existe

mais idóneo para apreciar os conhecimentos gerais de cada candidato. Pena foi que a lei não mandasse fazer as nomeações dos Corretores para os cargos vagos pela ordem das classificações do concurso.

Com efeito, a lei dispõe que a nomeação é feita por decreto, podendo recair em qualquer indivíduo que tenha obtido a classificação de *MB* ou *B*, concedendo apenas a preferência ao que tenha obtido a primeira classificação (art. 19º). Mais justo e mais conveniente para pôr cobro a todo o favoritismo, seria incumbir ao júri que fizesse uma lista de todos os candidatos por escala de valores, à qual se teria de subordinar rigorosamente a ordem das nomeações para as vacaturas existentes ou que de futuro se abrissem.

Alguns autores propõem que se encarregue da nomeação dos Corretores a comissão administrativa da Bolsa, ouvindo previamente a Câmara dos Corretores. Parece-nos que o carácter público, que por vezes revestem as funções dos Corretores, justifica de sobejo a sua instituição pelo Estado. Notemos, porém, que a nossa lei nega à Câmara dos Corretores toda a ingerência na escolha dos novos membros, o que se nos afigura prejudicial. A Câmara, representando toda a corporação, tem manifesto interesse em apreciar a capacidade, a honestidade e a solvabilidade dos seus novos associados. Mormente, quando se introduzir, como proporemos, a solidariedade da Câmara na responsabilidade pelos actos de cada um dos seus membros, tornar-se-á indispensável a ingerência dela nestas nomeações. Com efeito, quando os novamente admitidos ficarem habilitados a obrigar pelos seus actos todos os seus colegas, será de elementar justiça que estes influam na sua escolha.

### **Tomada de posse, e outras formalidades**

Ainda depois do concurso e da nomeação, são necessárias outras formalidades para que o Corretor possa assumir o exercício do seu cargo. É, em primeiro lugar, a prestação da caução (art. 22º), a que noutro lugar nos havemos de referir, e seguidamente a tomada de posse.

A posse tem de ser tomada nos sessenta dias posteriores à publicação no *Diário do Governo* do decreto de nomeação, sob pena desta caducar, continuando o ofício vago para todos os efeitos (art. 23º). O Corretor nomeado, quando pretende tomar posse, dirige ao Director Geral do Comércio e

Indústria, a quem incumbe conferi-la (art. 24º), uma petição acompanhada dos seguintes documentos:

- a) O número selado do *Diário do Governo* com o decreto da nomeação;
- b) Certidão autêntica da prestação de caução, enunciando a sua natureza e a circunstância de ter sido julgada idónea por despacho do mencionado Director Geral;
- c) Documento autêntico, que prove achar-se prestada a caução, ou com o registo definitivo – se for hipoteca – ou com o conhecimento do depósito público – se for em dinheiro ou títulos – ou com auto de fiança devidamente assinado pelo fiador (art. 25º).

No acto de tomar posse, o Corretor prestará juramento de bem cumprir os deveres do seu officio (art. 26º). Nesta disposição encontra-se uma clara manifestação da analogia entre os Corretores e os funcionários públicos, a todos os quais é geralmente exigido igual juramento.

Seguidamente o Director Geral, que conferiu a posse, faz publicar no *Diário do Governo* a declaração dela se ter realizado (art. 24º) e faz igual comunicação ao secretário do respectivo tribunal de comércio (art. 27º).

### **Registo dos Corretores.**

O secretário do tribunal de comércio ou o mais antigo, sendo mais do que um, tem a seu cargo um livro de registo ou inscrição de todos os Corretores, mostrando o número, nomes, residências, espécie e valor da caução prestada, e todas as mais informações necessárias para o comércio, para a disciplina do officio de Corretor e para o rigoroso cumprimento da lei e do Regimento (art. 27º e § 1º). Neste livro devem ter sido igualmente inscritos, nos três meses subsequentes à publicação do Regimento de Outubro de 1901, as nomeações definitivas ou provisórias dos Corretores existentes a essa data (art. 106º). Pela inscrição neste registo paga o Corretor ao secretário o emolumento de 9\$000 reis (art. 27º, § 2º)

### **Suspensão do officio de Corretor.**

O officio de Corretor suspende-se:

- a) Por aplicação da respectiva pena disciplinar;
- b) Por pronúncia em processo criminal nos tribunais ordinários (art. 79°).

Por isso, neste segundo caso, devem as autoridades judiciais comunicar a pronúncia em ofício ao secretário do tribunal de comércio, afim de que este a averbe no seu registo e dela informe a Câmara dos Corretores e a Direcção Geral de Comércio e Indústria (art. 80°).

#### Extinção do ofício de Corretor.

Este ofício pode extinguir-se:

- a) Por renúncia ou demissão, a qual será publicada por anúncios na Bolsa e nos periódicos da localidade (art. 77°, nº 1 e 78°);
- b) Por morte (art. 71°, nº 2);
- c) Por aplicação da respectiva pena disciplinar (art. 77°, nº 3);
- d) Pela aplicação de qualquer outra pena nos tribunais ordinários que importe esse efeito, devendo as autoridades judiciais proceder neste caso pela mesma forma exposta para o caso de pronúncia (art. 77°, nº 4, e 80°).

### **IV. ASSOCIAÇÕES DE CORRETORES ENTRE SI OU COM TERCEIROS**

O Regimento de 1901 proíbe expressamente aos Corretores associarem-se entre si para as operações do seu ofício<sup>123</sup> (art. 50°, nº 6).

---

<sup>123</sup> N. E.: Actualmente não existem no mercado português Corretores enquanto pessoas singulares uma vez que o Dec-Lei 229-I/88, de 4 de Junho, forçou a sua transformação em sociedades comerciais (vide art 4° do referido decreto), podendo tomar a forma de uma Sociedade Corretora – de menores dimensões porque apenas autorizada a operar por conta de terceiros – ou de uma Sociedade Financeira de Corretagem – de maiores dimensões porque tem o seu objecto alargado a operações por conta própria (incluindo a tomada firme e colocação de emissões e o empréstimo de títulos ou de financiamento aos seus clientes). Posteriormente, o art. 6° do Decreto-Lei 486/99, de 13 de Novembro, e o art. 203° do Código dos Valores Mobiliários aprovado por aquele decreto, vieram alargar aos bancos a capacidade de serem membros de uma Bolsa. Como tal, perde hoje sentido esta limitação associativa do Regimento em pauta.



É indubitavelmente justa a proibição de tais associações, que levariam necessariamente à violação do segredo profissional e destruiriam a estrita neutralidade dos Corretores nas suas mútuas transacções, a qual é indispensável aos interesses dos seus clientes. Como se deduz da forma terminante do texto legal, é nula toda a sociedade assim formada, por contrária à lei e à ordem pública.

Será, porém, válida a sociedade contraída pelo Corretor com um terceiro para a exploração do seu cargo? Nos seus traços gerais, esta sociedade consistirá no seguinte: o Corretor continua a exercer do mesmo modo e com a mesma responsabilidade ilimitada as suas funções; o sócio limita-se a fornecer-lhe certos fundos destinados ao pagamento da caução e à formação do capital de exploração, no todo ou em parte; o sócio receberá uma parte dos lucros obtidos pelo Corretor, proporcional à sua entrada, e ficará responsável só até ao limite desta.

A questão da validade de tal sociedade é de grande importância, visto que, num caso de liquidação ou falência, a existência da sociedade influi nos direitos dos credores; com efeito, conforme ao associado se reconhecer um direito de propriedade ou um simples direito de crédito, lhe pertencerá ou não o primeiro lugar na distribuição do activo. Na nossa lei não há regra especial para este caso, que portanto teremos de estudar em face dos princípios gerais sobre sociedades.

Mas, em primeiro lugar, haverá aqui uma sociedade ou uma simples comunhão de bens? Entendemos que há uma sociedade, visto existir uma causa comum e a esperança de lucros. Há pois os elementos fundamentais de uma sociedade, visto que esta existe quando aquele que pode dispor de seus bens e indústria se associa com outrem, pondo em comum todos os seus bens ou parte deles, a sua indústria simplesmente, ou os seus bens e indústria conjuntamente, com o intuito de repartirem entre si os proveitos ou perdas que possam resultar dessa comunhão (Cod. Civ., art. 1240º). Não há dúvida, pois, que a associação de um Corretor com um terceiro é coisa diversa da comunhão de bens que, de resto, tem, em geral, uma causa involuntária e fortuita.

Sendo uma sociedade, cumpre-nos ainda averiguar se é civil ou comercial, para determinarmos qual o diploma legal que a regula. Segundo claramente

se deduz do art. 107º do Cod. Com., o carácter das sociedades não depende da vontade das partes, mas sim do seu fim ou objecto, e, sendo assim, não há dúvida de que é comercial uma sociedade que, como esta, se destina a explorar o exercício de uma profissão mercantil.

Posto isto, resta-nos saber se em face da lei comercial é admissível semelhante sociedade. Segundo uns, há aqui apenas uma sociedade de facto regida pelas convenções do pacto social, mas sem eficácia nem valor legal; para outros, pelo contrário, há uma sociedade, ainda que limitada à parte exclusivamente comercial do ofício de Corretor.

Vejamos os fundamentos, em que assentam uma e outra opinião. Em favor da nulidade da associação alega-se:

- a) O carácter pessoal do cargo de Corretor (Cod. Com., art. 64º; Reg., art. 2º), que torna manifestamente nula a sua exploração por outro indivíduo que não o nomeado depois do concurso legal e satisfazendo a todos os requisitos da lei;
- b) Que semelhante contrato é nulo por não ter um objecto física e legalmente possível (Cod. Civ., art. 669º). Com efeito, o cargo de Corretor em si mesmo não pode ser objecto de uma sociedade, porquanto representa uma delegação de soberania meramente pessoal e intransmissível à outra parte. O direito a desempenhar as funções de Corretor é igualmente pessoal e insusceptível de tráfico. Resta o direito do fruição, que poderia servir de objecto à sociedade, mas este aqui confunde-se necessariamente com o direito de propriedade, o qual se desmembra nos dois direitos indicados, insusceptíveis de comunicação a terceiro. Em face das legislações de alguns países, cita-se o preço do cargo que o Corretor tem direito de vender como sendo objecto da sociedade; como tal venda, porém, não é admitida entre nós, não temos que nos ocupar deste argumento. Portanto, não há um objecto de contrato legalmente possível.
- c) A lei proíbe ao Corretor exercer comércio por conta própria (Cod. Com., art. 80º, nº 1; Reg., art. 50º, nº1) devendo incluir-se nessa proibição a formação de sociedades comerciais, que é evidentemente um acto de comércio.

- d) Em princípio, o Corretor não pode perder nunca, faltando pois o carácter de especulação aleatória, inerente a toda a sociedade, mormente comercial.

Portanto, concluem, a sociedade é proibida por lei. Em contrário, aduzem-se as seguintes razões:

- a) Que o carácter misto do ofício de Corretor, em parte de ofício público e em parte de profissão comercial, permite, quanto a esta, a constituição de uma sociedade. LA VENAY precisou claramente esta distinção, dizendo:

*“O ofício público, o privilégio que dele resulta, as funções que lhe servem de objecto, os deveres que ele impõe, nada disso pode cair no domínio de uma sociedade; tudo isso deve ficar exclusivamente pessoal ao titular do cargo, do qual nenhuma combinação financeira poderia alterar a situação oficial, já para com o público, já para com a autoridade disciplinar ou para com a administração pública. Mas a finança do ofício, a exploração do elemento comercial que ele comporta, o lucro das corretagens, ... a formação do capital... de garantia e de exploração, todas essas coisas nada têm que seja contraditório com as ideias e com o fim que presidem habitualmente à associação dos capitais”.*

- b) A sociedade não viola o carácter pessoal do ofício do Corretor, pois só este exerce as respectivas funções. O sócio limita-se a concorrer com uma certa soma para a caução a prestar e para o necessário capital de exploração. Forma-se assim um património comum, cujos lucros e perdas se repartem pelos sócios, e acerca do qual podem os credores sociais ter direitos independentes dos direitos dos credores particulares de cada sócio, com relação aos bens próprios destes.
- c) É certo, que, em princípio, o Corretor não devia perder nunca, mas a prática demonstra a falsidade do princípio. A falta de respeito por parte dos seus clientes pelos compromissos estipulados e a especulação acarretam frequentes vezes prejuízos graves para os Corretores, como adiante veremos.

Portanto, parece-nos que a sociedade em discussão se pode considerar legal. Encarada a questão, porém, sob o ponto de vista teórico, divergem igualmente as opiniões quanto à utilidade e vantagens de tais associações.

Os impugnadores destas sociedades baseiam-se nas seguintes considerações:

- a) A formação de tais sociedades livremente consentida originará o aparecimento de sindicatos que, dominando os Corretores não associados e o público pela superioridade dos seus recursos, acabarão com a liberdade real das transacções de Bolsa.
- b) Para que um Corretor possa continuar a exercer convenientemente as suas funções, carece de dispor livre e discricionariamente do fundo social, o que é absurdo numa sociedade.
- c) Não se podendo deixar de reconhecer aos associados o direito de verificarem as contas da gerência do seu sócio Corretor, consagra-se assim directamente a completa violação do segredo profissional.
- d) Os sócios procurarão naturalmente obter novos clientes para o Corretor seu associado, empregando para esse fim todos os meios de pressão ao seu alcance, o que pode ser fonte de graves abusos e vai de encontro ao princípio fundamental da liberdade dos clientes na escolha dos Corretores.
- e) Diminuindo-se a responsabilidade directa do Corretor, pode-se abalar a sua devida prudência. Por isso e pela influência dos seus sócios, dominados só pela expectativa do lucro, pode o Corretor ser levado a perder a linha de correcção e cautela que lhe é exigida, com grave perigo para todos os interesses que lhe hajam sido confiados. Graças a estas sociedades, a função de Corretor desce de uma missão de honra a uma exploração mercantil, impondo-se-lhe forçadamente os impulsos inconsiderados da cobiça, que tão cuidadosamente deviam ser dela afastados.
- f) Pela venda dos lugares de caixeiros consegue o Corretor o mesmo fim que a sociedade tem em vista satisfazer. É certo que esta venda não é legal, mas praticamente é insusceptível de fiscalização, podendo-se realizar com inteira segurança. Demais, é justo que o Corretor obtenha assim uma garantia suplementar do bom auxílio dos seus caixeiros e, quanto a estes, o emprego é bastante lucrativo, para que não hesitem

em o comprar. Além de fornecerem recursos valiosos em dinheiro ao Corretor, outros serviços lhe prestam os seus caixeiros, ajudando-o no seu trabalho e esforçando-se por atraírem para ele novos clientes.

Inversamente, alguns autores entendem que é justo e conveniente permitirem-se tais sociedades. Em favor desta opinião, que também professamos, apresentam-se os seguintes motivos:

- a) Em vários países, são estas sociedades permitidas e reguladas por lei, sem que por isso se tenham formado os pretendidos sindicatos, tão funestos e temerosos.
- b) Não nos parece razão de espanto que um sócio disponha discricionariamente do fundo social. O mesmo sucede nas sociedades em nome colectivo, em que o sócio autorizado a usar da firma social obriga pelos seus actos a sociedade e os sócios (art. 162º do Cod. Com.); devendo-se notar ainda que aqui o perigo é menor, limitando-se a responsabilidade do sócio à importância da sua entrada, ao passo que não tem limite algum nas sociedades em nome colectivo (Cod. Com art. 105º § 1º).
- c) Praticamente são indispensáveis estas sociedades. Para prestar a caução e formar o capital preciso para o giro comercial, é necessário dispor de avultados capitais e bem pode suceder que o Corretor, apto sob todos os demais pontos de vista para o bom desempenho da sua missão, os não possua. Dificilmente os obteria por empréstimo, pois ninguém se contentaria com o juro legal, tão em desproporção com o rendimento real que os seus capitais eram destinados a produzir. Portanto, a sociedade impõe-se, como o único meio de reunir os capitais precisos.
- d) A sociedade, devidamente regulada, podia garantir a manutenção do respeito pelo segredo profissional. Em último caso, não nos parece que houvesse inconveniente em sujeitar igualmente a ele o sócio capitalista.
- e) A procura de clientes será um abuso, mas dá-se mesmo na ausência da sociedade; como adiante veremos, até por vezes os Corretores têm para esse fim empregados especiais.

- f) A responsabilidade do Corretor continua a ser ilimitada quanto à sua pessoa, e portanto ele tem sempre o mesmo interesse em manter a prudência devida. A influência dos seus sócios, longe de a diminuir, pode até estimulá-lo a mantê-la, pelo receio dos prejuízos que, pela sua inobservância, eles poderiam vir a sofrer.
- g) Aumentando os recursos do Corretor, a sociedade só pode ser benéfica para o comércio em geral e está em perfeita harmonia com o carácter predominantemente comercial da corretagem, pois é indiscutível a vantagem da associação em todos os campos da actividade económica.
- h) A substituição da sociedade pelos caixeiros só nos parece inconveniente. Basta lembrar que se funda num acto oculto e ilegal, como é a venda de tal emprego. A admissão de caixeiros, com este carácter, equivale de resto a renegar quase todas as objecções movidas contra a utilidade das associações.

Resumindo pois as demonstrações a que temos procedido, vemos que a associação de um Corretor com um terceiro, vantajosa em teoria, é juridicamente lícita. Porém as sociedades comerciais têm de ser constituídas segundo os trâmites e nos termos marcados pelo Código Comercial, sob pena de serem tidas por inexistentes (art. 107º). Vejamos pois, só a sociedade de corretagem tal como, na prática, a podemos supor constituída, se pode integrar nalgum dos tipos das sociedades admitidas pela nossa lei. Esses tipos são quatro; sociedades em nome colectivo, anónimas, em comandita e por quotas.

Ora, confrontando os princípios que regem estas quatro formas de sociedade, com os que podem ser aplicados à sociedade de corretagem, vemos que entre eles existe manifesta antinomia.

A sociedade em questão não é uma sociedade em nome colectivo, pois normalmente o sócio capitalista só ficará responsável até à importância da sua entrada em dinheiro (Cod. Com. art. 105º § 1º). Tampouco se pode considerar como uma sociedade anónima ou como uma sociedade por quotas, pois o sócio Corretor é de responsabilidade ilimitada (Cod. Com. art. 105º § 2º; Lei de 11 de Abril de 1901, art. 1º).

Sendo um dos sócios de responsabilidade ilimitada e outro de responsabilidade limitada, parece haver aqui uma sociedade em comandita (Cod.

Com. art. 105° § 3°). É claro, que, não havendo emissão de acções, só pode ser uma comandita simples (Cod. Com. art. 19°). É certo porém que há entre elas uma enorme diferença; assim:

- a) A sociedade em comandita figura para com terceiros uma individualidade jurídica distinta dos associados (Cod. Com. art. 108°), ao passo que no caso presente só o Corretor figura para com terceiros;
- b) A sociedade comanditária tem uma firma própria (Cod. Com. art. 22°), e nas sociedades de corretagem todas as transacções são realizadas exclusivamente em nome do Corretor;
- c) Em caso de grande diminuição do capital social pode dissolver-se a sociedade em comandita (Cod. Com. art. 120° n.º 5°), pelo contrário a sociedade de corretagem só termina, no silêncio da lei, com a extinção do ofício de Corretor e esta, salvos os casos de falência ou de força maior, é unicamente dependente da vontade de um dos sócios – o Corretor;
- d) As formalidades de publicação e outras, exigidas para as sociedades em comandita (Cod. Com. art. 113° e seg. e 145°), não têm cabimento nestas sociedades.

Portanto, não se podendo constituir por nenhuma das formas marcadas no Código Comercial e conseqüentemente nos termos do artigo 107°, a sociedade de corretagem é insusceptível de validade legal.

Há, porém, um instituto comercial, cuja forma ela pode tomar e que a nossa lei não inclui entre as sociedades comerciais, mas que evidentemente o é em face dos princípios gerais. Referimo-nos à conta em participação. Tem esta ainda duas formas: momentânea – relativa determinadamente a um ou mais actos de comércio – ou sucessiva – abrangendo até o comércio todo que exercer o que dá participação (Cod. Com. art. 224° § único). É claro, que só a segunda forma é para considerar no presente caso.

A conta em participação não constitui uma pessoa moral, nem tem firma ou denominação social (Cod. art. 226°). Só tem responsabilidade directa para com terceiros pelos actos da conta em participação aquele que os praticar (Cod. art. 229°). Não opera a completa fusão das entradas de todos

os sócios, pois não exige a formação do capital social, interessando apenas um dos sócios nos lucros e perdas do outro (art. 224º).

214

Nada impede, portanto, que sob esta forma o Corretor possa associar um terceiro à exploração do seu cargo. Com razão escreve a tal respeito BOZERIAN.

*“Os obstáculos, que impediam a formação de uma sociedade propriamente dita, a impossibilidade de fazer entrar no fundo social a propriedade e a fruição do ofício, como também a impossibilidade de que as operações feitas pelo titular o fossem em nome da sociedade, tudo isso deixou de existir. O titular pode adquirir e explorar o ofício em seu nome próprio e particular; pode inibir os participantes de todo o acto de gestão, de intrusão ou mesmo de vigilância; quanto a estes, podem-se fazer atribuir uma parte nos lucros anuais... e convencionar que, em caso de perda, nunca ficarão obrigados além das suas entradas; porquanto, se é da natureza da participação que os participantes sejam responsáveis pelas perdas além das suas entradas, não lhes é proibido fazerem uma estipulação em contrário”.*

De facto, o Código Comercial, limitando-se a estabelecer alguns princípios fundamentais, dispõe que a conta em participação se regula quanto ao mais pelas convenções das partes (Cod. art. 227º).

Contudo, devemos reconhecer que seria preferível a nossa lei proclamar expressamente a validade destas associações e regulá-las de modo apropriado. Porventura justificará a lacuna da nossa legislação o desuso, na prática comercial, de tais associações.

## **V. SUBSTITUIÇÃO DOS CORRETORES; SEUS AUXILIARES**

O carácter declaradamente pessoal do ofício do Corretor e a necessidade de respeitar o segredo profissional tornam impossível a sua livre substituição por um terceiro no desempenho das funções que lhe competem. Ainda neste ponto se assemelham os Corretores aos funcionários públicos, a quem é imposta geralmente idêntica proibição.



Referimo-nos à substituição permanente, pois a substituição temporária não pode deixar de ser admitida em casos de força maior; nesta hipótese, pertencerá aos Corretores substituir os seus colegas impedidos. Assim também, vagando um lugar de Corretor, entendemos que a Câmara dos Corretores deve indicar qual dos seus membros gerirá o ofício vago até seu provimento, provisório ou definitivo, pelo Governo.

É certo, porém, que é muitas vezes impossível a um Corretor dar expediente por si só a todos os negócios que lhe são incumbidos, tornando-se então necessário permitir-lhe o emprego de auxiliares. Assim, dispõe a lei que o Corretor pode ter um Proposto aprovado pelo Governo, que o substitua no caso de impedimento justificado e por cujos actos ele será responsável (Cod. Com. art. 65º § único; Reg. art. 20º).

Mas, para evitar que a livre admissão sem garantias dos Propostos possa levar ao descrédito de toda a corporação, a lei exige um certo número de condições para um indivíduo ser nomeado Proposto. Assim, deve ter capacidade comercial, ser cidadão português, natural ou naturalizado, e gozar de boa reputação, o que tudo será comprovado perante o governo (Reg. art. 20º § 1º).

Mas ainda mais garantias derivam da estreita sujeição em que os Propostos ficam para com os respectivos Corretores. Assim, o Proposto não pode efectuar actos de corretagem em seu nome, mas só por conta do respectivo Corretor. É certo que a lei não o diz expressamente, mas deduz-se o princípio de várias disposições. Por isso se determina que os propostos não têm de prestar caução (art. 38º), ficando os Corretores respectivos responsáveis inteira e solidariamente por eles, sem prejuízo das suas responsabilidades próprias criminais ou civis (art. 76º).

De resto, é claro que eles só figuram a título de interinidade, substituindo o Corretor impedido por motivo justificado (Cod. art. 65º; Reg. art. 20º).

Alguns autores sustentam na verdade que se deve dar mais autonomia ao Proposto, tornando-o um verdadeiro *alter ego* do Corretor. Parece-nos contudo preferível o sistema restritivo da nossa lei, pois outro método equivale a permitir o exercício das funções de Corretores a indivíduos não habilitados para isso nem providos dos requisitos, que a própria lei exige para tal efeito. Só num ponto podia ser alterado com vantagem, a meu

ver, o nosso Regimento, a saber: decretando a subordinação dos Propostos à inspecção e vigilância da Câmara dos Corretores, que actualmente não tem sobre eles a menor acção. Na Bolsa de Lisboa todos os Corretores têm os seus Propostos.

Além do Proposto podem ainda os Corretores ter pregoeiros de sua nomeação e por cujos actos respondem (art. 20º § 2).

Ainda que sem carácter oficial, costumam os Corretores ter outros empregados, a que os franceses chamam *remisiers*. Estes são especialmente incumbidos de angariar clientes, de receber as suas ordens e de as levar ao Corretor. Com o seu carácter de mandatários intermédios, desempenham uma função bastante importante, contribuindo para o aumento do número de operações da Bolsa e dando conselhos aos clientes, missão esta de que os Corretores devem ser inibidos em nome do segredo profissional. Entre nós não existem tais empregados, havendo apenas, além dos já ditos, empregados particulares de escritório.

### BIBLIOGRAFIA

BÉDARRIDE – Ob. cit.

BOUDON – *La bourse et ses hôtes*, cit.

BOZÉRIAN – Ob. cit., tom. I e II.

BUCHÈRE – Ob. cit.

COURTOIS – Ob. cit.

FONTAINE – Ob. cit.

HAYOUX DU TILLY – Ob. cit.

LAMBERT – Ob. cit.

LYON-CAEN et RENAULT – Ob. cit.

MARGHIERI – *I motivi del nuovo Codice di Commercio Italiano*, cit.

MARTINS (Joaquim Pedro) – *Da quebra e da insolvencia no Direito Criminal Portuguez* – Coimbra, 1901. – F. França Amado.

OULMANN (Henri) – *De l'étendue du monopole des agents de change et de la réorganisation du marché financier* – Paris, 1902. – L. de Saye et fils.

PICCINELLI – Ob. cit.

PROUDHON – Ob. cit.

- RAFFALOVICH – Art. cit. – *Agents de change* – apud – *Nouveau dictionnaire d'économie politique* publié sous la direction de Leon Say et de Joseph Chailley – T. I – Paris – Guillaumin et C.<sup>ie</sup>, 1900.
- RAMBAUD – Ob. cit.
- SAY (Horace) – *Agents de change* – apud – *Dictionnaire d'économie politique* publié sous la direction de Ch. Coquelin et Guillaumin – T. I – Paris, 1854 – Guillaumin et C.<sup>ie</sup> – L. Hachette et C.<sup>ie</sup>
- SCHERER (Charles) – *La bourse de Paris* – Paris, 1886. – Librairie nouvelle.
- SUPINO (David) – Ob. cit.
- THALLER – Ob. cit.
- VIDAL – Art. cit. – *Agents de change* – apud – *Dictionnaire du commerce, de l'industrie et de la banque* publié sous la direction de Yves Guyot et A. Raffalovich – T. I – Paris, 1901 – Guillaumin et C.<sup>ie</sup>
- WALDMANN – Ob. cit.

(Página deixada propositadamente em branco)

## **CAPÍTULO II**

### **A CÂMARA DOS CORRETORES**

#### **SUMÁRIO:**

- I. – Noções gerais.
- II. – Funções da Câmara dos Corretores: a) Disposições gerais.
- III. – b) Admissão de títulos à cotação.
- IV. – c) Cotação oficial da Bolsa e respectivo boletim.
- V. – d) Responsabilidade pelos actos dos seus membros.
- VI. – Administração interna: Comissão Administrativa, Síndico, Secretário e Tesoureiro

#### **I. NOÇÕES GERAIS**

As corporações dos Corretores, que alguns autores pretendem assemelhar às antigas corporações da Idade Média, têm habitualmente à sua frente uma câmara devidamente organizada que exerce sobre todos os seus membros uma autoridade suave e tolerante, mas nem por isso menos eficaz. Raras vezes os seus conselhos amigáveis deixam de ser coroados de sucesso e, quando assim sucede, resta-lhe ainda o recurso de impor uma certa autoridade, que a lei geralmente lhe reconhece.

Também entre nós existiu semelhante instituição. Segundo o Código Comercial, a Câmara dos Corretores, nas Bolsas em que houvesse número suficiente de Corretores, era composta de cinco destes, eleitos anualmente

em Assembleia Geral dos seus colegas por maioria absoluta de votos (Cod. Com. art. 87°).

220

Modernamente tudo mudou. A Câmara não constitui um órgão eleito pela corporação e dela independente; confunde-se com a própria corporação. Além disso, a sua formação é diferente. Da disposição do Código parecia inferir-se que a eleição recaía em cinco dos Corretores da Bolsa, fosse qual fosse a espécie a que pertencessem. Hoje, porém, não sucede assim, em virtude do Regulamento de 1901, modificado nesta parte pelo Decreto de 24 de Dezembro do mesmo ano. A composição da Câmara varia, conforme o número de Corretores da Bolsa é inferior a seis, superior a seis mas inferior a cinco de cada espécie, ou superior a cinco de cada espécie.

No primeiro caso, os Corretores das três espécies legais constituem conjuntamente a Câmara dos Corretores (Reg. Art. 42° § 3°, segundo o Decreto de 24 de Dezembro de 1901). No segundo caso, os Corretores da primeira espécie constituem só por si a respectiva Câmara, e os Corretores da segunda e terceira espécie constituem conjuntamente a Câmara dos Corretores de cada uma dessas espécies (argumento do art. 42° § 3° do Reg. segundo o Dec. cit.). É esta a organização existente na Bolsa de Lisboa. Finalmente, no terceiro caso, a reunião dos Corretores de cada espécie constitui a Câmara dos Corretores dessa espécie (art. 42° do Reg. segundo o Dec. cit.).

Como se vê, a Câmara dos Corretores não é mais do que a sua reunião ou assembleia. Preferível nos parecia que se constituísse antes um órgão representativo da corporação e independente dela no seu funcionamento. À antiga Câmara corresponde hoje a sua Comissão Administrativa, de que adiante falaremos.

Tem-se discutido a utilidade destes institutos. Alguns propugnam a sua supressão ou, pelo menos, pretendem que a lei lhes não deve reconhecer funções próprias. Alegam em favor da sua opinião:

- a) que a Câmara não possui a imparcialidade suficiente para o desempenho de funções tão importantes, como as que de ordinário lhe são confiadas, porquanto representa directamente os interesses e as paixões da corporação de que é órgão;

b) que é perigoso exagerar-lhe a influência, por meio da qual ela se pode quase tornar um poder de Estado, o que ninguém se atreveria a reconhecer abertamente; mas ocultamente vem a produzir-se esse resultado, confiando-lhe atribuições, tais como: a fixação das cotações, a decisão da admissão ou rejeição dos títulos à cotação, a fixação dos dias de liquidação nas operações a prazo, o direito de expulsar da Bolsa os seus frequentadores, etc. Deste conjunto de funções resulta o enorme poderio da Câmara dos Corretores.

Em contrário, porém, alegam-se, com melhor razão, a meu ver, os seguintes fundamentos:

- a) a experiência demonstra que, para todos os indivíduos, a subordinação à lei e à autoridade dos seus pares é aceite de melhor grado e mais profícua do que qualquer outra;
- b) há muitos actos que escapam necessariamente às disposições da lei geral e em que a intervenção fiscalizadora ou repressiva da autoridade da Câmara é da máxima utilidade;
- c) o interesse da própria dignidade garante, por parte da Câmara, a conveniente vigilância e o fiel desempenho da sua missão;
- d) o carácter público de certas funções dos Corretores, pondo-os em ligação com o Governo, reclama um órgão que sirva de intermédio às suas recíprocas relações;
- e) algumas leis, como a nossa, não reconhecem à Câmara todas as atribuições enumeradas e fácil será organizá-la de modo a evitar que ela concentre em si um poder excessivo ou que dele faça mau uso.

De resto, à medida que estudarmos as funções da Câmara, voltaremos ao assunto, indicando a sua conveniência ou desvantagem.

Alguns pretendem ver nestas Câmaras um estabelecimento público. Não podemos aceitar tal qualificação, visto não lhes ser confiada a gestão de nenhum serviço público; unicamente devem ser consideradas como estabelecimentos de utilidade pública. A lei, declarando que a Câmara dos Corretores não é mandatária da respectiva corporação (art. 45º), nega-lhe abertamente

o carácter de pessoa moral. Portanto, não pode possuir bens, formando um património distinto do dos seus membros, nem é susceptível de se obrigar.

222

## II. FUNÇÕES DA CÂMARA DOS CORRETORES:

### A) DISPOSIÇÕES GERAIS

As funções que se costumam atribuir à Câmara dos Corretores podem agrupar-se nas seguintes categorias:

- a) Funções regulamentares;
- b) Funções de vigilância e polícia;
- c) Funções de administração e direcção;
- d) Poder disciplinar e jurisdicional.

Vamos estudá-las na mencionada ordem.

#### Funções regulamentares.

É da natureza da lei só conter normas e regras de conduta, não podendo descer a detalhes e minúcias. Assim, sucede que nem todos os casos práticos podem ser por ela previstos e que muitos actos, incorrectíssimos na opinião de todos, não são delitos à face das suas disposições. Indispensável se torna, pois, fornecer à lei um complemento, que preveja esses casos e puna esses actos censuráveis. Tal é a função do Regulamento.

E, sendo assim, bem se compreende que à Câmara dos Corretores se confie a sua elaboração, pois ninguém melhor do que ela pode conhecer as deficiências da lei que a prática mostra, e achar os remédios aptos a aperfeiçoar as suas disposições e a preencher as suas lacunas. Como, porém, a Câmara não é um instituto dotado de autoridade legislativa, é claro que os seus Regulamentos, de *per si*, só têm um carácter contratual e portanto só obrigam os seus membros; torna-se indispensável a aprovação do Governo para eles poderem ser impostos a terceiros.

Em quase todos os países se têm promulgado Regulamentos desta natureza, que muitas vezes se salientam pela correcção e severidade das suas



disposições. Infelizmente, nas nossas Bolsas ainda eles são desconhecidos, apesar da lei a eles se referir. Segundo esta, à Câmara dos Corretores incumbe fazer regulamentos:

- 1º) Dentro do limite das suas atribuições e para o exercício delas (art. 47º).  
Entre outros pontos, devem-se regular nestes diplomas: as atribuições do síndico, do secretário e do tesoureiro; o modo de verificação dos preços para formar as tabelas das cotações; as convocações, reuniões e deliberações das Assembleias Gerais da corporação (art. 47º, § único).
- 2º) Do serviço interno das Bolsas e os especiais, adaptados às circunstâncias particulares e locais de cada uma, ficando salvas, porém, as disposições das leis gerais e do respectivo Regulamento (Reg. das Bolsas, art. 76º).

Em ambos os casos, esses projectos de Regulamentos são submetidos à aprovação do Ministério das Obras Públicas, Comércio e Indústria, ouvida a Associação Comercial (art. 47º; Reg. das Bolsas, art. 16º).

Cumpra ainda à Câmara propor modificações aos Regulamentos legais em vigor, na parte não referente às taxas sobre admissão à cotação ou sobre operações a prazo, à constituição do fundo especial das Bolsas e às suas aplicações (Reg. das Bolsas, art. 75º).

Também a Câmara exerce uma função, que poderemos classificar de regulamentar, no referente aos casos omissos da tabela de corretagem. Quando se dê algum destes casos, o Corretor deve solicitar da respectiva Câmara que arbitre o emolumento devido (art. 102º), o que esta fará (art. 44º, nº 10), sem que da sua decisão possa haver qualquer recurso ou reclamação por parte do Corretor ou do respectivo comitente (art. 102º, § único).

Imediatamente, porém, deverá a Câmara solicitar do Governo que providencie para ocorrer à omissão (art. 44º, nº 10).

### **Funções de vigilância e de polícia.**

As razões que justificam a regulamentação por parte da Câmara dos Corretores, fundamentam igualmente o exercício por ela da necessária vigilância. Ninguém como ela pode conhecer e punir os actos ilegais, criminosos

ou simplesmente incorrectos, que se derem na Bolsa. No exercício destas atribuições, compete à Câmara:

224

- a) Exercer vigilância sobre todos os Corretores da praça, afim de que se contenham nos limites das suas funções legais (art. 44º, nº 2).
- b) Vigiar pelo exacto cumprimento e execução do Regulamento da Bolsa (art. 44º, nº 4).
- c) Fiscalizar que nenhum indivíduo sem título legal se intrometa nas funções de Corretor (art. 44º, nº 5).
- d) Promover officiosamente o reforço das cauções dos Corretores por qualquer modo desfalcadas ou depreciadas (art. 44º, nº 6).

Ainda algumas legislações, que não a nossa, atribuem à Câmara funções de vigilância, com respeito à nomeação de novos Corretores e aos livros que estes são obrigados a ter. Quanto ao primeiro ponto, já anteriormente censurámos a lacuna da nossa legislação. É certo que alguns autores aprovam a não ingerência da Câmara neste assunto, dizendo que ela pode não ser imparcial e que o Governo tem outros meios ao seu alcance para conhecer da idoneidade dos candidatos, visto que pode para esse fim exigir informações do qualquer autoridade. Parece-nos, porém, que a respeitabilidade, de que goza em toda a parte a Câmara dos Corretores, a deve isentar de qualquer suspeita de acintosa perseguição e que, sob o ponto de vista especial que nos ocupa, ninguém melhor do que ela pode apreciar os méritos do candidato. De resto, como dissemos, se se estabelecer a solidariedade da responsabilidade da Câmara, nenhuma dúvida pode permanecer acerca da necessidade do seu parecer em tal caso.

A vigilância dos livros é que, pelas suas dificuldades e pelo seu carácter odioso, difficilmente poderá ser exercida pela Câmara com o rigor necessário. Melhor é, pois, confiar esta função a uma autoridade pública, como faz o nosso Regimento (conf. art. 65º, 67º e seg.).

### **Funções de administração e direcção.**

Neste grupo de funções devem-se incluir as seguintes:

- a) Formar as tabelas dos títulos cotados na Bolsa, câmbios, mercadorias ou fretes (art. 44º, nº 1).
- b) Deliberar sobre os pedidos de admissão de títulos à cotação, concedendo ou não a admissão pedida, conforme os termos legais (Cod. Com., art. 352º; Reg., art. 44º, nº 12). Em vista da importância especial desta função e da anterior, trataremos delas em separado mais desenvolvidamente.
- c) Passar atestados, aos Corretores da respectiva praça e a quaisquer candidatos ao ofício de Corretor, do seu bom comportamento e aptidões (art. 44º, nº 8).
- d) Passar as certidões oficiais das cotações que lhe forem requeridas (art. 44º, nº 9).
- e) Requerer ao Ministro das Obras Públicas a abertura de concursos, a criação de maior número de ofícios de Corretor de qualquer espécie e, em geral, tudo quanto seja de interesse da respectiva corporação (art. 44º, nº 11).
- f) Propor ao mesmo Ministro a importância máxima a fixar para as despesas de cada Bolsa (Reg. das Bolsas, art. 66º).
- g) Dirigir directamente a Bolsa por intermédio da sua Comissão de Administração (art. 44º, nº 13; conf. art. 43º).
- h) Autorizar o Síndico a contratar os serventes necessários para o serviço da Bolsa (Reg. das Bolsas, art. 5º, § único).
- i) Providenciar de modo a receber diariamente telegramas oficiais das Bolsas de Berlim, Londres e Paris<sup>124</sup>, mencionando os preços médios dos fundos e mais títulos de crédito cotados nessas Bolsas, os quais serão afixados num local para esse fim especialmente destinado (Reg. cit., art. 54).
- j) Estabelecer os preços de compensação, na véspera das liquidações, para reportar as operações às seguintes liquidações, sendo a compra e venda realizadas com a mesma pessoa (Reg. cit., art. 44). Em lugar oportuno estudaremos esta atribuição.

---

<sup>124</sup> N. E.: É interessante notar que, já naquela época, eram estas as praças de referência que interessava seguir, embora nada seja dito sobre o mercado americano nem sobre o espanhol.

Algumas legislações criam, junto da Câmara dos Corretores, uma Caixa Comum por ela administrada. Pena é que a nossa legislação não tenha seguido esse bom exemplo. A Caixa Comum, que se pode constituir sem grandes sacrifícios, é muito útil, servindo principalmente para fazer adiantamentos aos Corretores em tempo de crise ou para garantir empréstimos contraídos pela corporação. Mas é sobretudo indispensável quando exista a responsabilidade solidária da Câmara dos Corretores, que adiante estudaremos.

### **Poder disciplinar e jurisdicional.**

As funções disciplinares da Câmara dos Corretores dividem-se em internas e externas, conforme se aplicam só aos seus membros ou também a terceiros.

Como medida de disciplina interna, cumpre à Câmara promover, officiosamente ou a requerimento do interessado, a aplicação das penas disciplinares aos Corretores (art. 44º, nº7), a qual cabe exclusivamente ao tribunal de comércio (art. 86º).

Muitas legislações, reservando a imposição das penas mais graves aos tribunais, permitem o emprego pela Câmara dos Corretores da pena de advertência e censura. A importância desta pena, na verdade, mal se compadece com o recurso, sempre mais ou menos complicado, a um tribunal judicial, e melhor fora que a lei a tivesse deixado na alçada da própria Câmara.

Como medida de disciplina externa, incumbe à Câmara dos Corretores proferir a exclusão da entrada na Bolsa contra as pessoas incursas nas respectivas disposições legais, por nós já estudadas (Reg. das Bolsas; art.15º, § 2º).

Como instância jurisdicional, incumbe à Câmara decidir quaisquer contestações legais entre Corretores, relativamente ao exercício legal das suas funções, com recurso para o respectivo tribunal de comércio (art. 44º, nº 3). Do carácter imperioso da disposição legal deduz-se, em contrário dos princípios gerais sobre juízos arbitrais (conf. Cod. do Proc. Civ., art. 44º e seg.), que o recurso a esta jurisdição é obrigatório e não meramente facultativo. É certo, porém, que, ainda quando esse recurso fosse livremente entregue à vontade das partes, nenhum dos Corretores deixaria de recorrer a tal jurisdição; com efeito, quando convencido da justiça da sua causa, iria pelo menos procurar o auxílio do parecer da Câmara, o qual não poderia deixar de exercer uma considerável influência no tribunal comercial, a quem fosse confiada a decisão do pleito.

É claro que a Câmara dos Corretores não tem nem pode ter a menor responsabilidade para com terceiros pelos actos que praticar no exercício da sua função disciplinar. Neste ponto é equiparada aos juízes.

Muitos autores propõem que a falência dos Corretores seja aberta perante a respectiva Câmara e por ela liquidada. As condições especiais de tais falências tornam admissível esse princípio, por meio do qual nos parece que poderiam ser mais convenientemente assegurados os direitos de todos os interessados na falência.

### III. B) ADMISSÃO DE TÍTULOS À COTAÇÃO

Em princípio, todos os títulos mobiliários são susceptíveis de serem negociados. É certo, porém, que as Bolsas não estão abertas a todos e quaisquer títulos, com excepção apenas das letras, e que muitos títulos, de facto negociados, não podem constituir objecto de transacções legais<sup>125</sup>. Com efeito, para que os títulos possam dar lugar a transacções oficialmente reconhecidas pelas leis da Bolsa, é necessário que sejam admitidos à cotação, e para isso carecem de satisfazer a certas condições. Dadas estas, os interessados podem requerer aos dirigentes da Bolsa a sua admissão à cotação e, só depois desta concedida, podem os títulos constituir legalmente objecto de transacções da Bolsa.

Várias razões justificam a exigência desta condição essencial de negociabilidade. A formalidade da admissão à cotação contribui poderosamente para assegurar a sinceridade e a lealdade das operações. Na sua falta, aberto o campo a uma ilimitada liberdade, os abusos seriam frequentes. Por isso, escreve SCHERER:

---

<sup>125</sup> N. E.: É interessante notar que o autor cobre neste parágrafo uma questão estratégica muito oportuna para os dias de hoje e de suma importância para as Bolsas dos pequenos países. Que tipos de valores pode uma Bolsa aceitar para transacção nos seus mercados? E que tipos de serviços pode explorar? Tradicionalmente pensa-se em Acções e Obrigações, mas porque não incluir o caso, por exemplo, dos Bilhetes do Tesouro nacional, como umas poucas Bolsas estrangeiras já o hoje fazem? Também algumas Bolsas “vendem” tanto a liquidez proporcionada pelos seus mercados – mesmo para valores não “listed” – como o selo de qualidade associado à condição de “listed” de uma emissão, mesmo que esses valores não tenham qualquer liquidez (caso das pequenas emissões). Recorde-se que mesmo entre nós já hoje se distingue preço em Bolsa de cotação oficial da Bolsa.

*“Que a admissão de valores à cotação seja objecto de regulamentos especiais, que dependa de uma autoridade competente, que o próprio Governo possa intervir em certos casos, a tudo isso nada se pode objectar em princípio. A liberdade absoluta de inscrever cada título na cotação tornaria difícil, se não impossível, a repressão dos abusos, que daí derivariam”.*

Como, além disso, os títulos cotados variam de uma Bolsa para outra, a cotação oficialmente regulada tem a vantagem de informar o público, pronta e seguramente, de quais os títulos que em cada Bolsa se podem negociar<sup>126</sup>.

Pelo que respeita aos títulos, também não é indiferente o serem ou não admitidos à cotação. A admissão dá-lhes um certo valor e aumenta a confiança que o público deposita neles, devendo por isso ser praticada com grande prudência, para que não se despertem ilusões no espírito do público, que possam causar a sua ruína.

Em princípio, estabelece a nossa lei que só podem ser admitidos às negociações nas Bolsas os fundos públicos, os fundos particulares e outros papéis de crédito legais, oficialmente cotados e inscritos em registo especial pelo secretário da respectiva Câmara dos Corretores (Reg. das Bolsas, art. 22º). Para estudarmos, porém, o modo por que os diversos títulos são admitidos à cotação, temos que considerar três categorias:

- a) Fundos públicos nacionais;
- b) Títulos nacionais que não sejam fundos públicos;
- c) Fundos públicos e outros títulos estrangeiros.

Para os fundos públicos, a admissão à cotação é obrigatória, logo que se achem legalmente reconhecidos como negociáveis (Cod. Com., art. 352º). Este reconhecimento é feito por acto do Governo, o qual será comunicado

---

<sup>126</sup> N. E.: *Note-se que o argumento da informação disponibilizada ao público investidor justifica exactamente o contrário, isto é, que uma Bolsa possa aceitar que emissões de menor qualidade possam ser objecto de transacção nos seus dispositivos de negociação desde que claramente diferenciados dos demais segmentos de mercado de qualidade supervisionada. Não se misturando “gato com lebre”, ambos podem ser objecto de negociação, desde que o façam em segmentos claramente identificados e reconhecidos como distintos por todos os participantes.*

à respectiva Câmara dos Corretores pela repartição de comércio do Ministério das Obras Públicas, Comércio e Indústria (Reg. cit., art. 23º).

Alguns autores entendem que, mesmo para estes títulos, só deve ser obrigatória a admissão à cotação para as negociações a contado, ficando dependente da Câmara dos Corretores a sua admissão à cotação para as negociações a prazo. Parece-nos, porém, que nenhuma restrição se deve pôr à cotação oficial dos fundos públicos que, mais do que nenhuns outros, devem merecer a confiança geral e acerca dos quais o interesse público reclama que se estabeleça a máxima facilidade de transacções. De resto, a nossa lei não distingue, como fazem algumas estrangeiras, a cotação para as operações a contado da cotação para as operações a prazo.

Para a admissão à cotação dos fundos e títulos de crédito nacionais, que não são considerados fundos públicos, decide a Câmara dos Corretores (art. 44º, n.º 1; Cod. Com., art. 352.º). A cotação é requerida pela entidade emissora (Reg. das Bolsas, art. 25º, § 1º) ou pelos portadores dos títulos a cotar, sendo ouvida neste caso a dita entidade (Reg. e art. cit., § 2º). Em qualquer dos casos, o requerente apresenta os documentos necessários para a verificação das condições legais (Reg. cit., art. 25º §§ 1º e 2º). Como exemplo das condições exigidas pela lei para a negociação pública das acções de uma sociedade, indicaremos:

- a constituição definitiva da sociedade,
- o pagamento de 30% do seu valor nominal (Cod. Com., art. 169º), etc..
- e para a negociação de obrigações:
- o não exceder a importância total das obrigações emitidas a importância do capital social realizado e existente nos termos do último balanço aprovado (Cod., art. 196º),
- o ter sido a sua emissão autorizada por um voto da Assembleia Geral (Cod., art. 197º), etc.

Quando os documentos apresentados sejam julgados insuficientes pela Câmara dos Corretores, tem esta o direito de exigir que sejam completados (Reg. cit., art. 25º, § 1º). Tendo examinado esses documentos, a Câmara dos Corretores concede a admissão à cotação, se entender que os títulos

se acham legalmente emitidos e suficientemente garantidos (Cod., art. 352º; Reg., art. 25º).

230

Estas disposições da nossa lei são, porém, completadas por outra disposição em que, regulando-se a responsabilidade da Câmara dos Corretores, se determina que, antes da cotação de novos títulos ela deve ter obtido a certeza de que a emissão desses valores dá lugar a transacções sérias e frequentes, que produzem um preço e um curso verdadeiros, de modo que o público não possa ser induzido em erro sobre o valor dos novos títulos (art. 48º). Portanto, a Câmara dos Corretores deve verificar se as transacções efectuadas sobre títulos, que se pretendem cotar oficialmente, são verdadeiras, ou simplesmente fictícias. Facilmente pode suceder que os interessados, para obterem a cotação de um título, simulem numerosas transacções, dando assim lugar à fixação de um curso que nada tem de real. À Câmara cumpre averiguar se o movimento das transacções é ou não real, e consequentemente, conceder ou negar a cotação. A Câmara só tem que admitir à cotação os títulos, acerca dos quais o público mostrou a sua confiança pelas numerosas transacções que sobre eles de facto pratica.

Por sua vez, porém, decretando a admissão à cotação, a Câmara afirma as garantias de que o título se acha investido e assim provoca naturalmente um recrudescimento da confiança pública. Mas, em que termos se poderá considerar a Câmara obrigada pelas consequências que derivem da admissão de um título à cotação? A lei é expressa, dizendo que a Câmara não garante o valor dos fundos cotados (art. 48º).

Portanto, nenhuma responsabilidade se poderá exigir da Câmara pela depreciação que porventura sofram os títulos admitidos à cotação. A cotação oficial não foi uma causa das negociações realizadas, mas antes uma consequência de outras anteriores. A cotação não é uma garantia da solvabilidade do emissor do título; a cada um compete informar-se do seu verdadeiro valor e, posto isto, é a seu risco exclusivo, que efectua quaisquer transacções sobre ele.

Parece, portanto, que se torna inútil a verificação das garantias feita pela Câmara dos Corretores e que condição única da admissão à cotação deveria ser o cumprimento das formalidades legais. A lei, que regula a constituição das Companhias emissoras, dizem alguns autores, deve estabelecer, em favor



do público, todas as garantias necessárias e suficientes; se o não faz, deve ser emendada, de modo a realizar com a perfeição devida a sua alta missão; se o faz, é absurda a exigência de novas indagações pela Câmara dos Corretores.

Não nos parece procedente esta crítica. O segundo exame a cargo da Câmara dos Corretores do modo algum se pode ter como supérfluo, pois a satisfação das normas legais nada tem com o valor do título. Pode uma sociedade constituir-se com o mais perfeito cumprimento de todas as leis e encobrir um puro logro. O descobrimento do seu carácter real é que fica a cargo da Câmara. E, conquanto esta não se obrigue em consequência da concessão da cotação oficial, é certo que presta ao público um relevante serviço, admitindo à cotação os títulos de empresas que tenham probabilidades de êxito, e rejeitando os das demais que ameacem arruinar o público subscritor.

Se, porém, a depreciação dos títulos for devida à falta de algum requisito legal, já existente à data da admissão à cotação, é lícito para os interessados exigirem da Câmara a justa responsabilidade. Neste caso houve manifesta negligência por parte da Câmara, que por ela deve responder.

Sobre a averiguação das garantias que oferece o título a cotar, nada dispõe a lei, deixando à Câmara a liberdade absoluta de proceder pela forma que julgar mais conveniente. Nem é de admirar que assim suceda, pois em matérias tão complexas e variáveis como estas, a lei não pode prever todos os casos eventuais e tem de se limitar a exigir o cumprimento obrigatório de certas formalidades.

Como processo mais perfeito de averiguação, lembram alguns autores, que se proceda, por parte da Câmara dos Corretores, a um prévio inquérito público. O requerimento de admissão à cotação e os documentos que o acompanham ficariam patentes ao público, que da sua existência seria informado por anúncios apropriados. Deste modo, todos os interessados poderiam apresentar as suas observações, em favor ou contra a concessão da cotação oficial, e melhores elementos teria a Câmara ao seu dispor para resolver a questão definitivamente. A liberdade de procedimento, permitida pela nossa lei, autoriza, sem dúvida, as Câmaras de Corretores a adoptarem, querendo, este processo de inquérito.

Mas, estudados assim os deveres da Câmara para com o público, restam-nos ainda estudar os que lhe assistem para com a entidade emissora.

Poderá esta exigir-lhe alguma indemnização pelos prejuízos causados pela recusa da cotação oficial? A resposta negativa impõe-se claramente. A acção da Câmara dos Corretores tem em vista o interesse público e não as vantagens das sociedades emissoras. Estas não podem alegar validamente o prejuízo sofrido, visto que não têm direito algum à cotação dos seus títulos, de cuja violação se possam queixar. Ficam salvos, porém, os casos de dolo, quando, por exemplo, a Câmara recusar a cotação oficial a um título de uma empresa, para favorecer outra empresa rival. Ao tribunal compete apreciar em tal caso as razões da recusa e, em harmonia com a sua procedência ou improcedência, conceder ou não a indemnização pedida. A responsabilidade neste caso regula-se pelas leis gerais, devendo a respectiva acção ser intentada contra os membros da Câmara dos Corretores e não contra a própria Câmara, visto esta ser destituída de individualidade jurídica.

Iguais princípios regulam a radiação da cotação de um título a ela anteriormente admitido e a consequente responsabilidade.

Tendo-nos ocupado da admissão à cotação dos fundos nacionais, públicos ou não, cumpre-nos agora estudar, sob o mesmo ponto de vista, os fundos estrangeiros. Quanto a estes, ainda é necessário distinguir dois grupos diferentes:

- a) Fundos públicos estrangeiros, criados antes de 10 de Outubro de 1901 e que, anteriormente a essa data, tenham sido objecto no reino de negociações de Bolsa (art. 24º, § 2º, do Reg. das Bolsas);
- b) Os demais fundos públicos.

Para o primeiro grupo, declara a lei que ficam dispensados da autorização do governo para serem admitidos à cotação. A Câmara dos Corretores deverá ter organizado a relação dos fundos nestas condições e tê-la remetido à Direcção Geral do Comércio e Indústria (Reg. cit., art. 24º, § 2º). Neste grupo incluem-se os fundos espanhóis, únicos títulos estrangeiros até hoje admitidos à cotação na Bolsa de Lisboa.

Para os títulos do segundo grupo serem admitidos à cotação, é necessária autorização do Governo, dada pelo Ministério da Fazenda e Direcção Geral da Tesouraria, ouvido o Conselho de Comércio e Indústria (art. 24º;

Reg. de 8 de Outubro de 1889, art. 23º). Como sanção, estabelece a lei a pena de prisão até um mês para toda a pessoa que negociar esses valores na Bolsa sem a necessária autorização do Governo, acrescida, se for Corretor, com a pena de demissão (art. 60º, e § único).

Compreende-se facilmente a razão desta exigência especial. Além de certos fins fiscais, tem principalmente em vista a defesa dos interesses gerais, especialmente dos interesses políticos, que são independentes do valor intrínseco do título e que só o Governo é capaz de apreciar convenientemente. Antigamente, nalguns tratados internacionais estipulava-se a admissão à cotação nas respectivas Bolsas dos fundos públicos dos Estados contratantes; mas nos tratados mais recentes já não se encontra semelhante cláusula.

Como é natural, a dificuldade de averiguar a situação real da entidade emissora, já grande para os títulos nacionais, é ainda maior para os títulos estrangeiros. E com relação a estes, ainda mais do que com relação aos nacionais, é necessário proceder com a maior correcção, afim de evitar queixas e acusações de parcialidade por parte dos Estados interessados, sempre inconvenientes e por vezes perigosas. Por isso a lei, ao contrário do que faz com os títulos nacionais, disciplinou esta matéria pelo que respeita aos títulos estrangeiros.

Assim, para que o Governo conceda a necessária autorização, exige-se que lhe sejam presentes os seguintes documentos:

- a) Instrumento comprovativo do acto que deu origem aos valores de que se trata;
- b) Certificado por um agente consular da respectiva nação, acreditado no reino, da legalidade do referido acto e de se acharem os respectivos valores cotados oficialmente na praça<sup>127</sup>, onde tiverem sido emitidos, a não ser que tal cotação não haja;

---

<sup>127</sup> N. E.: *Esta exigência impede que emissões feitas por empresas de um país não possam ser admitidas à Bolsa de outro país sem o serem previamente à sua própria Bolsa. Actualmente esta exigência deixou de fazer sentido, ainda que a condição de "listada" na Bolsa doméstica facilite a entrada numa Bolsa estrangeira.*

- c) Um exemplar do *Diário do Governo*, em que hajam sido publicados os números dos títulos emitidos e as condições da emissão – quanto aos fundos públicos; uma certidão de haver sido devidamente registada nos termos do Código Comercial (art. 49º, nº 6) a emissão dos títulos – quanto às acções e obrigações de sociedades ou empresas;
- d) Documento comprovativo de se acharem devidamente satisfeitos e garantidos os direitos que, segundo a legislação em vigor, forem ou vierem a ser devidos ao Estado (Reg. das Bolsas, art. 24º, § 1º).

Analisando esta exigência de documentos, que representa a exigência de outras tantas condições, cumpre-nos salientar a importância e a justiça das disposições, que reclamam a anterior admissão à cotação oficial no país da emissão e da que sujeita a maiores direitos esta formalidade para os títulos estrangeiros do que para os títulos nacionais. A exigência da certidão dos cônsules estrangeiros é que nos parece excessiva. Podem estes não ser obrigados a passar tal certidão pelas leis do seu país e recusarem-se a fazê-lo; neste caso não há recurso algum e torna-se impossível obter a cotação do título. Mantendo-se, em princípio, a exigência destas certidões, como as que mais garantias oferecem, poder-se-ia sem inconveniente permitir a sua substituição por idêntica afirmação feita pelo requerente, a quem no caso de falsidade se exigiria severa responsabilidade.

É claro que, além das informações constantes dos documentos oficialmente exigidos, pode e deve o Governo colher todos os demais que sejam necessários para conhecer o valor do título a cotar. Neste ponto, o rigor da decisão governativa deve variar conforme a natureza do título. Os fundos dos Estados, cuja situação financeira seja facilmente conhecida, acerca dos quais se operem regularmente transacções no país de origem e cujos compromissos tenham sido sempre fielmente cumpridos, devem ser admitidos à cotação sem grande hesitação. Também para os títulos emitidos por cidades, províncias e companhias de transportes, se deve conceder uma certa facilidade, ainda que já menor. Maior cuidado é necessário ter com os títulos emitidos por sociedade industriais ou de crédito, mormente quando as leis dos respectivos países permitirem uma grande liberdade na sua constituição. Alguns Estados só permitem a cotação dos títulos estrangeiros cujos

juros sejam pagos directamente no país. Conveniente é ainda a condição estipulada nalgumas legislações da existência de um capital superior àquele que é fixado para a cotação dos títulos nacionais.

Além de satisfazer as condições já expostas, deve ainda o requerente da cotação oficial pagar um certo emolumento. Fixa-o a lei em  $\frac{1}{2}$  por 1:000 do capital nominal dos títulos. Igual emolumento se tem de satisfazer pela cotação de novas séries de títulos das mesmas entidades emissoras ou de outras que as substituam e dos títulos novamente emitidos para conversão de títulos anteriores. Tendo porém sido pago este emolumento para a admissão à cotação numa Bolsa, não tem de ser repetido para a admissão à cotação noutra Bolsa (Reg. das Bolsas, art. 29º, segundo o Decreto de 24 de Dezembro de 1901, art. 3º). Estas taxas constituem receita do fundo especial das Bolsas (Reg. cit., art. 62º).

Os títulos admitidos à cotação podem ser dela retirados nos seguintes casos:

- a) Quando, por conversão, sejam substituídos por outros da mesma ou diferente entidade emissora;
- b) Quando por qualquer motivo forem julgados extintos;
- c) Quanto às obrigações e outros títulos de juro fixo, quando os seus cupões deixem de ser pagos em dois vencimentos sucessivos, não tendo havido concordata entre os interessados (Reg. cit., art. 28º).

Fora destes casos, ainda quando tenha diminuído muito o crédito de que o título gozava, não pode ele ser eliminado da cotação e é justo que assim suceda, pois de outro modo poder-se-iam causar ao público graves prejuízos, impedindo-o de realizar os títulos que possuísse, talvez no momento em que isso lhe fosse mais preciso. Nos casos fixados na lei cessou a circulação dos títulos e, portanto, é justo que deixem de figurar na cotação.

Porém, na prática, conquanto haja muitos títulos que, segundo as disposições legais, deviam ser riscados da cotação, nunca nenhum deles o foi.

Tanto no caso de admissão de um novo título, como no caso de eliminação, serão as respectivas decisões mandadas afixar pelo Síndico no recinto da Bolsa, publicadas no *Diário do Governo* e comunicadas à Direcção Geral do Comércio e Indústria (Reg. cit., art. 30º).

Além disto, deve a Câmara dos Corretores formular uma relação dos fundos públicos, fundos particulares e mais papéis de crédito oficialmente cotados, dividida nas seguintes categorias:

- a) Fundos do Estado;
- b) Outros fundos públicos nacionais;
- c) Fundos públicos estrangeiros
- d) Obrigações de bancos e sociedades nacionais;
- e) Obrigações de bancos e sociedades estrangeiras;
- f) Acções de bancos e sociedades nacionais;
- g) Acções de bancos e sociedades estrangeiras;
- h) Conhecimentos e respectivas cautelas de penhor de depósitos de géneros e mercadorias em armazéns gerais autorizados;
- i) Papéis cambiais;
- j) Outros quaisquer títulos ou papéis de crédito, conforme as deliberações da respectiva Câmara de Corretores (Reg. cit., art. 27º e § único).

Para cada uma destas espécies de títulos, deve a mencionada relação designar o capital emitido, o capital realizado, o último dividendo, juro ou amortização pagos e a especificação dos títulos, incluindo os números da série emitida (Reg. cit., art. 27º). Esta relação começou a ser elaborada pela Câmara dos Corretores da Bolsa de Lisboa, mas nunca se chegou a terminar por falta de elementos que as companhias solicitadas não prestaram, como deviam e seria do seu interesse.

É incontestável que a Câmara dos Corretores, melhor do que qualquer outro instituto, está habilitada a pronunciar-se sobre a admissão de títulos à cotação e por isso bem fez a nossa lei em lhe atribuir nesta matéria uma preponderante autoridade. Mas essa autoridade não deve ser ilimitada; para evitar que o interesse corporativo a possa levar a ferir o interesse público e para que não abuse do seu poder, violando direitos legítimos, é indispensável que, de harmonia com os princípios gerais de direito, das suas decisões caiba algum recurso. Assim o entendeu o nosso legislador e por isso estabeleceu que, da decisão da Câmara dos Corretores, não admitindo quaisquer valores à cotação, haveria recurso para uma comissão composta

do juiz presidente do tribunal de comércio, do presidente da associação comercial e do Síndico da Câmara recorrida (Reg. cit., art. 26º).

#### **IV. C) COTAÇÃO OFICIAL DA BOLSA E RESPECTIVO BOLETIM**

*“A opinião comum ou a apreciação geral que fixa o valor corrente, diz GOLDSCHMIDT, forma-se nas operações de venda e acha nos preços médios a sua expressão efectiva. O lugar onde operações sobre certas coisas se realizam regularmente, é o seu mercado. Nesse mercado, as coisas têm um preço médio; é esse o preço do mercado”.*

Aplicando este conceito à Bolsa, que é um mercado especial, temos o preço da Bolsa ou o curso corrente, que o mesmo autor define: “o preço que para uma coisa de uma certa espécie e de qualidade determinada persistiu na Bolsa como preço médio durante um certo tempo”. Portanto, o preço médio é regulado pela oferta e procura dos títulos, e será tanto mais perfeito quanto melhor exprimir todas as relações desses elementos opostos mas concordantes. A Bolsa tem por missão regular harmonicamente as operações sobre títulos mobiliários, realizando a sua concentração. O preço médio é a expressão dessa harmonia e é pela sua publicidade que a Bolsa consegue realizar essa regulamentação.

A fixação de um preço médio com carácter oficial constitui também a manifestação concreta da unidade de tempo e de lugar que deve presidir às operações de Bolsa, visto que nenhum curso pode ser proclamado sem corresponder ao estado real do mercado. De resto, sob variados aspectos se patenteia a utilidade da fixação do preço corrente, que é evidentemente de interesse geral para todo o país.

O preço corrente tem um duplo aspecto na sua importância: pelos efeitos que produz quanto aos que operam na Bolsa, e pelos que determina, para os estranhos a ela.

Na Bolsa é pelo preço corrente que no intervalo das sessões se determina o valor de cada título; pode variar o preço das negociações efectuadas nesse prazo, mas o preço oficialmente cotado serve sempre de ponto de partida e de base no ajuste do contrato. Deste modo, o preço corrente

contraria as manobras dos que pretendem vender excessivamente caro ou comprar exageradamente barato e contribui para a unificação dos preços, não só dentro, como fora da Bolsa. Fornece aos interessados um meio de orientação, a seguir na sua conduta comercial, sendo certo que ninguém empreende uma operação importante sobre um determinado objecto, sem ter previamente observado as últimas variações do seu preço oficial.

Sujeitando os valores, cuja inscrição se acha na cotação oficial, a uma certa disciplina, a fixação do preço corrente facilita a sua circulação e consequentemente a realização de negócios que os tenham por objecto, e a liquidação voluntária ou coactiva destes.

De não menos valia e utilidade é a fixação do preço corrente para os indivíduos que não concorrem à Bolsa. Graças a ele podem vigiar os seus comissários. Os Corretores vêm assim restringida, com proveito do público, a sua liberdade de negociar, por vezes excessiva.

Com efeito, se um cliente mandou um Corretor vender um título por 100 e este declarou não ter podido realizar a venda por não haver pedido<sup>128</sup> ao preço marcado, o cliente pode no dia imediato verificar o modo por que as suas ordens foram cumpridas; examina os preços cotados oficialmente e, se porventura vir registado um pedido do mesmo título a 101, adquire a incontrovertível certeza da negligência ou dolo do Corretor e fica habilitado a exigir-lhe a responsabilidade devida<sup>129</sup>.

Além disto, a fixação de um preço corrente facilita muito as ordens a dar aos Corretores; um indivíduo, que queira realizar uma transacção, será naturalmente prejudicado se tiver de fixar o seu preço<sup>130</sup>, pois nuns casos

---

<sup>128</sup> N. E.: No contexto do exemplo usado pelo autor, entenda-se pedido = ordem de compra. De facto, se a ordem de venda inicial transmitida ao Corretor tiver um limite mínimo de execução a 100, só se surgir um comprador disposto a pagar 100 ou mais – por exemplo os tais 101 referidos pelo autor – é que essa ordem conseguirá ser implementada.

<sup>129</sup> N. E.: Há aqui algum exagero do autor ainda que a mensagem básica esteja absolutamente correcta. Pode bem ter surgido uma compra a 101 e no entanto a venda a 100 não ser efectuada porque houve outros vendedores que estavam primeiro na fila das vendas e estes esgotaram toda a procura pelo título em causa. Pode ainda acontecer que a ordem de venda a 100 fosse do tipo “all-or-nothing” e a comprador existente apenas se disponibilizasse para ficar com uma parte reduzida do lote da venda, o que pelas instruções recebidas, o Corretor não poderia executar, nem parcialmente.

<sup>130</sup> N. E.: O autor refere-se ao caso de um investidor que pretende colocar uma ordem de Bolsa e não tem uma ideia da ordem de grandeza dos preços unitários no mercado nesse momento.



será defraudado por excessiva condescendência e noutros, sendo exigente demais, não conseguirá realizar a desejada transacção. Assim tudo se remedeia; dá-se a ordem de comprar ou vender ao preço legal ou do dia<sup>131</sup>. Este é o processo dominante das transacções e graças a ele o cliente tem a certeza de efectuar a sua transacção nas condições normais, dispondo ainda de um meio seguro para vigiar a correcção do procedimento do seu Corretor.

De resto, é ainda pelo preço corrente que cada capitalista pode determinar o valor dos títulos que possui, e computar com exactidão a importância da sua fortuna, e é por ele também que se decidem muitas controvérsias jurídicas. Os não frequentadores da Bolsa, mas que costumam contratar com os comerciantes dela, encontram no preço corrente de cada dia uma indicação decisiva para as ordens a dar no dia seguinte.

Por esta influência que exerce sobre os indivíduos estranhos à Bolsa, a fixação do curso corrente provoca ofertas e procuras de lugares muito afastados da Bolsa; e assim, alargando a concorrência ao mercado<sup>132</sup>, reage beneficentemente sobre si mesma, tornando-se a fixação do preço mais exacta, por mais conforme às disposições gerais do público.

Já no princípio deste trabalho estudámos os factores que actuam na fixação dos preços nas operações das Bolsas. Vimos quanto eles eram variados e imprevistos, o que impede a lei de tentar fixá-los com absoluto rigor. Vejamos, porém, agora, quais as disposições gerais, por ela estabelecidas, em ordem a obter, tanto quanto possível, a autenticidade do curso.

É claro que a fixação do curso corrente pode ser oficial ou não oficial. A primeira é feita, segundo as normas legais e os usos de comércio, por delegados especiais; a segunda é feita por qualquer pessoa, que assista às transacções da Bolsa. Unicamente da primeira nos temos de ocupar.

Como princípio geral, estabelece o nosso Código que o preço ou curso corrente das negociações sobre fundos públicos e papéis de crédito será fixado todos os dias antes de se fechar a Bolsa, formando-se um Boletim da

---

<sup>131</sup> N. E.: *Na realidade, os investidores tentam sempre indicar preços ligeiramente mais favoráveis para eles, sugerindo um limite de compra um pouco abaixo da cotação corrente no mercado – para, se tiver sorte, conseguir adquirir mais barato – ou definindo um preço de venda mínimo ligeiramente mais acima dessa mesma referência recente para tentar vender um pouco mais caro.*

<sup>132</sup> N. E.: *Hoje chamar-lhe-íamos liquidez em vez de concorrência.*

Cotação (Cod. Com. art. 88°). Como já vimos, o Regimento dos Corretores inclui nas atribuições da respectiva Câmara a formação das tabelas das cotações: dos títulos cotados na Bolsa, dos câmbios, das mercadorias e dos fretes (art. 44°, n° 1°).

Vemos, pois, que a fixação do curso corrente de todos os títulos sobre que se negoceia na Bolsa, sejam fundos públicos ou fundos particulares, é monopólio da Câmara dos Corretores. É justa esta atribuição, pois, efectuando os Corretores todas as transacções da Bolsa, ninguém, como eles, se acha habilitado a deduzir delas as necessárias conclusões. Além disso, o seu carácter especial e as garantias estabelecidas no seu recrutamento permitem que neles se confie plenamente, e põem de parte qualquer receio de que eles colaborem na fixação de preços fictícios.

Devendo o preço corrente ser o resultado das negociações efectuadas na Bolsa, regula a lei o processo a seguir para assegurar a sua exactidão. Para a realização das operações, o Corretor transmite as suas ordens ao pregoeiro, por meio de notas, com as indicações precisas da operação a realizar (Reg. das Bolsas, art. 33°). Anunciadas pelo pregoeiro, são as notas entregues ao fiscal da Bolsa. Este põe-lhes o carimbo de “*efectuado*” ou “*retirado*” e no fim da sessão são entregues ao Síndico da Câmara dos Corretores para ele registar a negociação (Reg. cit. art. 34.º e § único).

Seguidamente ao encerramento da sessão da Bolsa, reúnem-se os Corretores para formularem o Coletim da Cotação diária dos fundos públicos, títulos particulares e papéis de crédito, o que farão tomando unicamente por base as operações realizadas na Bolsa e dentro das horas regulamentares dela, em vista das já referidas notas das transacções (Reg. cit., art. 34°, § 1°). Se, porém, na Bolsa houver menos de três Corretores, a reunião é formada por estes e completada por comerciantes até três, nomeados pela respectiva Associação Comercial (art. 51°).

O Boletim é redigido pelo secretário da Câmara dos Corretores, o qual é responsável pela sua legalidade e exactidão (Cod. Com., art. 90°; Reg. das Bolsas, art. 57°); nas Bolsas, em que haja menos de três Corretores, é redigido pelo Corretor mais moderno (art. 51°). Ao secretário compete igualmente efectuar o registo do Boletim num livro, para esse fim numerado e rubricado em todas as folhas pelo Síndico da Bolsa, sendo o registo

assinado pelos Corretores que tiverem feito a cotação (Cod. Com., art. 91º e § único; Reg. das Bolsas, art. 58º).

Como se vê, o nosso legislador não distingue, quanto à fixação da cotação, entre operações a prazo e operações a contado. Algumas legislações criaram dois boletins diversos, elaborados em reuniões distintas e com trâmites um pouco diferentes. Parece-nos que bem procedeu o nosso legislador, pondo de parte esse acréscimo inútil de formalidades. Entre nós, a única diferença consiste em não se inscreverem no Boletim as ofertas de papel ou dinheiro para as operações a prazo, ao contrário do que sucede para as operações a contado<sup>133</sup>.

Também nalguns países o boletim se divide em duas partes: a primeira, oficial e única autêntica, abrange as cotações dos fundos públicos e dos títulos admitidos à cotação; a segunda abrange os demais títulos. Não permitindo a nossa lei, como já vimos, que se transaccione na Bolsa sobre títulos não admitidos à cotação, é natural que os excluísse do respectivo boletim<sup>134</sup>.

Também a nossa lei segue o sistema do curso médio, isto é, o curso oficial é deduzido da média dos preços a que foram realizadas as operações do dia. Opõe-se a este sistema o sistema alemão do curso único<sup>135</sup>. Este não é uma média entre outros preços, existe por si mesmo; o curso único é aquele em que, tendo na devida conta as ordens dos clientes e suas condições, os Corretores podem efectuar um maior número de operações. Assim, no princípio da Bolsa, havendo em geral mais ordens de compra

---

<sup>133</sup> N. E.: *Hoje em dia, nas operações a contado ou à vista, as melhores ordens que ficaram por executar no final da sessão de Bolsa são divulgadas no Boletim de Cotações do dia através das menções de Compra – ordens com o mais elevado preço de compra – e de Venda – ordens com o mais baixo preço de venda. É o “BID” e o “ASK” do final da sessão, na linguagem internacional. O mesmo ocorre hoje nos derivados, mas é curioso como no princípio do século xx, essas melhores ordens que ficavam por executar no final do dia eram designadas por PAPEL (venda) e DINHEIRO (compra).*

<sup>134</sup> N. E.: *É pena que a lei, naquela época, não permitisse que se utilizasse toda a infraestrutura física e humana das nossas Bolsas para operacionalizar um mercado de carácter não oficial. Sempre seria preferível a liquidez e a visibilidade de um mercado centralizado do que os custos e a opacidade de uma miríade de negócios bilaterais realizados mas não divulgados.*

<sup>135</sup> N. E.: *Há aqui dois modelos em confronto: a Negociação em Contínuo, proporcionando sucessivos negócios realizados a diferentes preços – e daí a ideia de uma média diária para cada sessão de Bolsa – versus a Negociação por Chamada, onde cada título tem um único preço de equilíbrio por sessão (admitindo uma só chamada por dia). A maior rapidez de negociação do primeiro modelo contrapõe-se a maior liquidez e representatividade dos preços descobertos em cada uma das chamadas.*

do que de venda, elevam-se os preços de venda, até atrair maior número de vendedores; chega-se assim a um preço, em que todos ou quase todos os compradores encontram a contra-parte das suas propostas – esse é o curso único. O mesmo sucede na hipótese inversa de haver mais vendedores do que compradores, descendo-se então os preços até se atingir o curso único.

Em favor deste sistema, alega-se que ele facilita o aparecimento de contra-partes para as propostas existentes e que a publicidade da fixação do curso, à qual todos assistem, constitui uma valiosa garantia da sua autenticidade. É certo, porém, que este sistema luta com sérias dificuldades de execução prática<sup>136</sup> e que a fixação em público, sujeita à acção dos especuladores, pode levar à fixação de cursos fictícios<sup>137</sup>.

Tem-se discutido, nalguns países, se as cotações dos títulos devem ser determinadas pelas operações realizadas na Bolsa ou se para elas também devem influir as operações realizadas fora ou antes da Bolsa, mas nela anunciadas às horas regulamentares<sup>138</sup>. Entre nós suscitaram-se também estas dúvidas e para as resolver foi publicada a Portaria de 24 de Fevereiro de 1891. Mandou a Portaria: que as cotações só fossem determinadas pelas operações realizadas na Bolsa e durante as suas horas regulamentares, ainda que aí tivessem sido anunciadas as condições de outras operações realizadas fora da Bolsa. Fundamentando juridicamente a sua disposição, alega a Portaria as seguintes razões:

- a) que esse foi o parecer da Comissão de juristas, instituída em virtude do artigo 5º da Carta de Lei de 28 de Junho de 1888 que promulgou o Código Comercial;

---

<sup>136</sup> N. E.: *Um dos grandes defeitos deste modelo da chamada é que cada título só consegue ser transaccionado aquando da sua chamada específica, pelo que, se uma ordem chegar logo após o encerramento desse leilão, esse negócio proposto terá que esperar pela próxima chamada (ou seja, em muitos mercados, só no dia seguinte).*

<sup>137</sup> N. E.: *A concentração artificial de ordens nos leilões ou ordens com preços limites algo exagerados, no sentido de forçarem um preço de equilíbrio mais próximo dos seus interesses – por exemplo valorização das carteiras de títulos dos gestores de fundos – são mecanismos potencialmente utilizáveis e de difícil controlo.*

<sup>138</sup> N. E.: *Importante é que as operações na Bolsa possam beneficiar das informações relativas aos interesses e aos negócios que simultaneamente possam estar a ocorrer nos outros mercados, exactamente como os participantes destes outros mercados procuram munir-se dos dados da Bolsa antes de realizarem as suas ofertas fora dela.*

- b) que a fixação das cotações não é um direito que as Bolsas tenham, mas uma simples e natural consequência das transacções que nelas se operam;
- c) que o Código Comercial trata das cotações nos lugares em que se ocupa da Bolsa (Liv. 1º, Tit., 8º Cap 1º) e das operações de Bolsa (Liv. 2º, Tit. 8º);
- d) que, para se poderem tomar para base na fixação das cotações as operações realizadas fora da Bolsa, julgou o Código necessária uma disposição especial, como se vê do facto de a ter consignado para as cotações de câmbios (art. 88º § único), que frequentemente não dão lugar na Bolsa a transacções;
- e) que o Código não tomou para base das cotações as operações anunciadas na Bolsa, pois só exigiu essa formalidade para as operações sobre fundos públicos (art. 357º);
- f) que assim dispõem as leis de muitos países e se entendia entre nós no direito e na prática antes da promulgação do Código;
- g) que as Bolsas são estabelecimentos publicamente autorizados, sujeitos à inspecção do Governo e à sua fiscalização, quanto às operações que neles se realizam, e que, portanto, seria contraditório que servissem para fixar as cotações as transacções realizadas fora dessas condições;
- h) que as horas em que a Bolsa está aberta, são fixadas no Regulamento de 1889 e que estas são havidas para todos os efeitos como as horas da Bolsa (art. 514º).

É inegável que estes argumentos são absolutamente convincentes e, portanto, entre nós nenhuma dúvida pode existir na prática; mas o mesmo não sucede no campo geral da doutrina.

Com efeito, dizem alguns autores, que o Boletim da Cotação não é conforme à realidade, logo que não atenda às transacções realizadas fora da Bolsa, tanto ou mais importantes do que as que nela são efectuadas. VIVANTE diz que o Boletim das Cotações, assim formulado, é uma mentira oficial e propõe que se atenda às transacções de fora da Bolsa<sup>139</sup>. Para

---

<sup>139</sup> N. E.: *Mas há que distinguir entre os preços formados nas operações de Bolsa daqueles que se verificaram nos negócios fora de Bolsa. Nada impede que o Boletim refira ambos, mas em secções separadas, dadas as diferentes características desses dois mercados. Mas, o importante*

esse fim permitir-se-ia aos que as efectuassem, que as comunicassem à entidade oficial da Bolsa; esta deveria inscreve-las num registo apropriado; além disso, a fixação devia pertencer, não aos Corretores somente, mas a uma comissão mista de Corretores e de comerciantes. Na prática, porém, tal sistema afigura-se-nos que daria lugar ainda a maiores inexactidões; os que contratassem fora da Bolsa só comunicariam as suas transacções, quando tivessem interesse em actuar por meio delas nas cotações. Deste modo, nunca se atingiria uma absoluta verdade e a impossibilidade de fiscalizar a sinceridade das informações dadas pelos contratantes podia gerar frequentes fraudes.

Já vimos que a fixação da cotação tem de ser feita todos os dias. É indispensável que assim suceda, pois as cotações atrasadas perdem todo o interesse. Todavia as oscilações do curso corrente nas épocas normais são pouco sensíveis; só aumentam consideravelmente nas épocas de grande perturbação.

Já estudámos a forma, por que se formula o Boletim da Cotação, mas ainda não indicámos quais as informações que dele constam. O Boletim deve conter:

a) o movimento de alta e baixa, que tenham tido os títulos negociáveis, indicando a espécie e o valor de cada um: (Cod. Com., art. 89º, nº 1º; Reg. das Bolsas, art. 56º § 2º);

b) os preços mais altos e mais baixos das espécies metálicas e dos valores de comércio que se tenham negociado (Cod., art. 89º, nº 2º; Reg. art. e § cit.);

c) o preço mais alto e mais baixo realizado, de contado, firme, a prazo ou a prémio, sobre cada título, e o preço médio que será a média entre o mais alto e o mais baixo (Reg. cit. e § cit.).

Nalguns países refere-se a lei expressamente ao preço de abertura e ao preço do encerramento da Bolsa<sup>140</sup>. A nossa lei não os menciona claramente,

---

*é a obrigatoriedade de comunicação das operações fora de Bolsa a tempo de serem incluídas no primeiro Boletim publicado a seguir a essas transacções.*

<sup>140</sup> N. E.: *Com o recurso cada vez mais frequente, nas Bolsas de todo o mundo, ao sistema de negociação em contínuo, é habitual a sessão começar com um leilão para determinação*

nem deles se faz uso na prática, mas devem constar do Boletim, pois só com referência a eles se pode indicar o movimento de alta ou de baixa que cada título tenha tido. É certo, porém, que no Boletim não se costumam indicar as transacções pela ordem por que foram feitas, donde resulta não constar dele o movimento de alta ou baixa sofrido por cada título, nem os seus preços de abertura e do encerramento. Também nalguns países se mandam incluir no Boletim da Cotação os preços dos reportes, dos deportes e a importância dos cupões de cada título.

A indicação do preço do título é feita com referência ao seu capital nominal<sup>141</sup>. Quando a cotação é igual ao valor deste, diz-se que o título “está ao par”; quando é superior ou inferior diz-se respectivamente que “está acima” ou “abaixo do par”. Quando o título está acima do par, a diferença entre o seu preço nominal e o seu valor de cotação chama-se «prémio»<sup>142</sup>. Entre nós, ao contrário do que sucede em muitos países, se algumas das entradas do título não estão pagas, a cotação refere-se ao valor normal desembolsado somente e não ao valor nominal do título. Visto que, ao efectuar-se o pagamento, se tem de atender unicamente à importância do desembolso realizado e não à cifra total do nominal, parece-nos o nosso sistema mais simples e mais cómodo do que qualquer outro.

Quando tenha havido propostas de negociações não efectuadas por falta de contraparte, também a elas se faz referência no Boletim da Cotação. Este divide-se em três colunas: a primeira inclui os preços do efectuado, as outras duas, com o título de papel e dinheiro, indicam respectivamente as ofertas

---

*da melhor opinião do mercado sobre a cotação de abertura de cada valor admitido, bem como terminar com um leilão para aprimoramento da cotação de fecho do dia. Recorde-se que este preço de fecho costuma ser usado para a valorização diária das carteiras dos Fundos de Investimento das mais variadas espécies, e, em alguns mercados, para a transacção de títulos (admitidos) após o fecho da sessão (desde que as respectivas ordens de Bolsa assim o indiquem logo à partida).*

<sup>141</sup> N. E.: No caso das Obrigações, a tradição actual universal é de as precificar em percentagem do seu valor nominal (com 2 casas decimais), embora entre nós tenham ocorrido períodos em que esses valores eram cotados na moeda então corrente. Quanto às Acções, embora se possa usar idêntica técnica de precificação relativa, não tem sido essa a nossa tradição. E vale referir ainda que, existindo países com a figura de Acções sem valor nominal, nesse caso só é possível a solução da indicação do valor monetário do preço de mercado.

<sup>142</sup> N. E.: Se está abaixo do par essa diferença é o desconto

e os pedidos dos títulos, que não lograram encontrar contraparte<sup>143</sup>. Ainda que de menos importância do que as indicações referentes ao efectuado, os preços do papel e do dinheiro fornecem ao público úteis indicações.

Na indicação dos preços dos títulos desprezam-se sempre certas fracções de valor ou moeda, variáveis conforme os títulos de que se trata<sup>144</sup>. Nalguns países a cotação dos títulos estrangeiros é expressa na moeda do país de origem, mas entre nós a cotação dos fundos espanhóis é indicada em moeda nacional. A Bolsa abre-se em cada dia com os cursos de encerramento do dia antecedente.

Para que o preço corrente possa produzir todo o seu útil direito, é indispensável assegurar a sua publicidade. Por isso dispõe a lei que de cada Boletim serão tiradas quatro cópias, assinadas pelo Síndico da Câmara dos Corretores, uma das quais será enviada ao Ministério das Obras Públicas, Comércio e Indústria, outra ao Ministério da Fazenda, outra directamente à Administração da Imprensa Nacional, para ser publicada no *Diário do Governo*, e outra afixada no lugar mais público da Bolsa (Reg. das Bolsas art. 59º, segundo o Decreto de 24 de Dezembro de 1901, art. 3º; conf. Cod. Com., art. 92º). Além disso, a Câmara dos Corretores pode fazer imprimir diariamente o Boletim e distribuí-lo por assinatura, constituindo o produto receita da Bolsa (Reg. art. 9º § único, segundo o Decreto de 24 de Dezembro de 1901).

Até aqui temos considerado unicamente o Boletim da Cotação referente a fundos e títulos de crédito. Mas, como sabemos, nele se indica também a cotação dos câmbios. Esta será feita em vista das participações que os estabelecimentos bancários são obrigados a enviar ao Síndico da Bolsa, ou pelas operações realizadas na Bolsa e os preços mais altos e mais baixos das espécies metálicas (Reg. cit., art. 56º § 3º; Cod. Com., art. 88º, § único).

Em princípio, segue-se pois o mesmo sistema para a cotação do câmbio – esta é fixada de harmonia com as flutuações que ele vai sofrendo.

---

<sup>143</sup> N. E.: *Como a situação frequente é de haver muitas ordens introduzidas mas não efectuadas até ao final da sessão, só as duas dessas ordens cujos preços limites mais se aproximam entre si – portanto mais favoráveis para uma futura execução – são referidas no Boletim. São as tradicionais indicações de COMPRA e de VENDA no mercado a contado ou as antigas indicações de DINHEIRO (= compra) e de PAPEL (= venda) no a prazo.*

<sup>144</sup> N. E.: *Hoje este tema é tratado sob a designação genérica do “tick size” no sentido de cada título ter uma dimensão mínima de variação de preço – o “tick” – pelo que o preço só pode variar em múltiplos deste “tick”.*



Por curso do câmbio entende-se o preço de uma letra à vista passada de uma praça sobre outra.

Uma vez publicado, o Boletim da Cotação não pode ser emendado, salvo quando tenha havido erro material ao formulá-lo ou redigi-lo. Se, em consequência desse erro, houver prejuízo para algum indivíduo, poderá este, alegando a má-fé ou negligência da Câmara, quanto à elaboração do Boletim, ou do secretário, quanto à sua redacção, exigir-lhes respectivamente uma indemnização. Dificilmente, porém, se poderá dar este erro.

O carácter oficial do Boletim da Cotação deve trazer como consequência necessária a responsabilidade legal de todo aquele que o falsifique ou altere. Assim, a lei não só proíbe aos Corretores publicarem qualquer boletim ou nota das cotações, que não seja o oficial (Reg. cit. art. 6º § único), como impõe em tal caso ao autor da infracção, pela primeira vez, a multa de 20\$000 reis e, reincidindo, a pena de prisão até um mês (Reg. cit., art. 6º); para os Corretores acresce a estas penas a pena de demissão (Reg. cit. art. 69º § único).

A importância do Boletim deriva fundamentalmente do seu carácter autêntico, que a lei claramente afirma, dizendo que a cotação feita pela Câmara dos Corretores determina o curso público e legal – único reconhecido em juízo (Cod. Com., art. 353º; Reg. cit., art. 60º).

Portanto, em todos os contratos em que se toma por base o preço da Bolsa, este é o que for declarado no Boletim da Cotação. Pode não corresponder ao estado real do mercado, mas a lei não estabelece a simples presunção da sua verdade, afirma-a de modo tal que torna impossível qualquer tentativa de prova em contrário. Assim, para se determinar o valor dos fundos públicos, acções ou obrigações de bancos e companhias e quaisquer outros papéis de crédito nacionais ou estrangeiros, não é necessário proceder a arbitramento, com nomeação de louvados; o seu valor tem-se por verificado pela última cotação oficial conhecida (Cod. do Proc. Civ., art. 256º, § 1º).

#### **V. D) RESPONSABILIDADE PELOS ACTOS DOS SEUS MEMBROS**

Já sabemos que a nossa lei não determinou a criação de uma caixa comum da Câmara dos Corretores. Logicamente, portanto, a lei não devia

reconhecer a responsabilidade solidária da mesma Câmara pelos actos dos seus membros, visto esta não dispor de recurso nenhum que lhe permitisse fazer face aos encargos daí derivados. De facto, o Regimento dos Corretores declara que a respectiva Câmara não garante a solvabilidade dos devedores (art. 48º).

Não é nova a opinião seguida pelo nosso legislador, que impugna a responsabilidade solidária da Câmara dos Corretores. Vários autores a têm defendido, baseados sobretudo nos seguintes argumentos:

- a) A responsabilidade solidária é prejudicialíssima para os Corretores, sujeitando-os a onerosos encargos por factos para os quais em nada contribuiriam.
- b) Por mais prudente que seja a administração da Caixa Comum, o simples facto da sua existência constitui um perigoso incentivo à especulação. Com efeito, os Corretores nada têm a perder com a especulação, visto que os seus prejuízos têm de ser cobertos pelos colegas, e podem lucrar, sendo felizes, pois fazem seus os ganhos recebidos.
- c) A solidariedade é contrária às disposições gerais da lei, pois é princípio assente em direito que um acto de um indivíduo não pode obrigar outro sem a sua aceitação formal.

Contra estes argumentos outros mais ponderosos se podem apresentar:

- 1º) Se a solidariedade se pode em certo aspecto considerar inconveniente para os Corretores, é, porém, incontestável a sua benéfica acção para o público. Nela encontra este a garantia absoluta das suas transacções com o Corretor, pois por cada uma destas, por mais insignificante que seja, responde todo o activo da caixa comum<sup>145</sup>. Sem ela nunca o cliente pode ter absoluta segurança. Muitas vezes os Corretores aparentam até à última um crédito muito próspero, capaz de iludir o mais perspicaz

---

<sup>145</sup> N. E.: Por isso a tendência em muitos países tem sido de as próprias transacções a contado em Bolsa – e já não apenas as operações sobre derivados – serem garantidas por uma “Clearing House” que protege os investidores dos incumprimentos das suas contrapartes nesses negócios bem como das insolvências desses mesmos intermediários.

comerciante; todos confiam nele, portanto, quando subitamente se dá a terrível derrocada pelo desaparecimento do Corretor ou outro facto qualquer inesperado. Então a ruína pode ser enorme; nem mesmo as operações mais regulares, como serão, por exemplo as compras a contado com prévia entrega das somas necessárias, poderão ser executadas. É certo que o credor goza nestes casos de certos privilégios, mas eles não bastam e torna-se indispensável que a Câmara, subrogando-se nos direitos e obrigações do Corretor falido, assuma a responsabilidade dos compromissos por ele pactuados. Graças à solidariedade, nunca em França a falência de um Corretor defraudou os seus clientes, ao contrário do que sucede na Inglaterra e noutros países, onde as perdas causadas por essas falências atingem por vezes cifras colossais.

- 2º) Mas não só como remédio à falência actua beneficemente a solidariedade; esta contribui também poderosamente para a evitar. Com efeito, a responsabilidade indirecta, produzida para a Câmara por cada acto dos seus membros, dá-lhe o direito de nele intervir. Assim, incumbir-lhe-á desempenhar uma elevadíssima função de vigilância, impedindo os Corretores de se envolverem em negócios que sejam perigosos, não só para eles, como para os seus colegas. Lograr-se-á, graças a esta intervenção, evitar muitas crises e reprimir muitas tentativas condenáveis de especulação.
- 3º) Encarámos já o caso da falência do Corretor, mas consideramo-la devida a culpa deste. Bem pode suceder, porém, que ela seja involuntária e então, não só para os clientes, como para os Corretores, é de primacial importância o auxílio prestado pela Câmara. Referindo-se aos riscos, a que o Corretor se acha exposto, escreve BÉDARRIDE:

*“Pessoalmente responsável pelas negociações de títulos públicos feitas por seu intermédio, obrigado a confiar na maioria dos casos na solvabilidade notória dos seus clientes, uma crise que faz desaparecer essa solvabilidade, uma forte baixa que tira uma grande parte do seu valor à caução que ele obteve, pode lançá-lo no maior embaraço, pondo-o na necessidade de pagar somas mais ou menos consideráveis que não tem na sua posse. A Caixa Comum vem então em seu socorro e adianta-lhe os fundos que exige a sua liquidação”.*

Assim é que alguns autores pretendem chamar à caixa comum “*associação de socorros mútuos*”.

4º) Mas, além de evitar os prejuízos dos particulares, a solidariedade é necessária para manter inviolada a dignidade da corporação de Corretores. Negar a solidariedade é negar o espírito corporativo em que ela encontra o seu fundamento moral.

*“Pois não é a solidariedade, escreve HAYOUX DU TILLY, o elemento primordial do espírito corporativo? Numa companhia privilegiada, em que as culpas individuais recaem totalmente sobre a colectividade inteira, não será esta levada pelo elementar cuidado da própria conservação a prevenir, por meio de todos os sacrifícios, o prejuízo material e moral, de que a ameaça a queda de um confrade?”.*

5º) A solidariedade não implica a irresponsabilidade individual de cada Corretor e, portanto, não o impele a especulações imprudentes. Se as fizer e se perder, pode a Câmara satisfazer os seus compromissos, mas antes disso tem de estar executada toda a sua fortuna pessoal, isto é, tem de estar consumada a sua completa ruína.

6º) Estabelecida a solidariedade, é indiferente aos clientes recorrerem aos serviços de um ou de outro Corretor; o seu crédito pessoal deixa de ser tido em conta. Daqui deriva uma maior liberdade e facilidade de transacções na Bolsa, como adiante veremos.

Portanto, concluiremos, em face de tão valiosos argumentos, por propor a consagração nas nossas leis do princípio da responsabilidade solidária da Câmara dos Corretores. Porém, a introdução deste princípio exige um certo número de condições indispensáveis.

Assim, torna-se preciso em primeiro lugar conceder à Câmara dos Corretores uma intervenção importante na nomeação de novos Corretores; nenhum deverá ser nomeado sem o seu parecer favorável. Como diz HAYOUX DU TILLY: “*Cada um é responsável pelos seus actos, mas ninguém nos pode obrigar a declarar-nos responsáveis pelos actos de outrem, salvo se tivermos depositado confiança nessa pessoa alheia a nós*”. Neste ponto,

carece, pois, de ser modificada também, como já anteriormente dissemos, a nossa legislação.

É igualmente indispensável que o número dos Corretores seja limitado e não muito elevado, pois de outro modo nenhum deles poderia vigiar os actos de todos os seus colegas e seria injusto torná-lo responsável por eles. Também é vantajoso que os Corretores disponham de suficientes meios de fortuna, para terem, em si mesmo, maiores garantias de solvabilidade e tornarem menos frequente o recurso à responsabilidade solidária da Câmara.

#### **VI. E) ADMINISTRAÇÃO INTERNA: COMISSÃO ADMINISTRATIVA, SÍNDICO, SECRETÁRIO E TESOUREIRO**

Para terminar o estudo da Câmara dos Corretores, cumpre-nos expor a organização interna da sua administração. Acha-se esta a cargo de uma comissão composta do Síndico, que serve de presidente, do secretário e do tesoureiro (Cod. Com., art. 87º; Reg., art. 43º).

Esta comissão é eleita pela Câmara dos Corretores. Para a realização desta Assembleia eleitoral deve o Director Geral do Comércio e Indústria convocar os Corretores em exercício, definitivos ou provisórios, no mês de Dezembro de cada ano, por anúncios publicados na folha oficial. O Director do Comércio e Indústria preside à eleição, mas não vota; os outros membros da assembleia têm cada um só um voto (Reg., art. 42º, segundo o Decreto de 24 de Dezembro de 1901, art. 1º; Reg., art. 108º e § 1º).

A eleição é feita por maioria absoluta de votos dos Corretores presentes; quando não haja esta maioria no primeiro escrutínio, procede-se ao segundo escrutínio, em que prevalece a maioria relativa; havendo empate neste segundo escrutínio, prefere o mais velho dos mais votados (art. 42º, § 1º, segundo o Decreto de 24 de Dezembro de 1901, art. 1º).

Se na Bolsa houver menos de cinco Corretores, não são só estes que tomam parte na eleição. A assembleia é completada por tantos comerciantes, nomeados pelo governo sob proposta da Associação Comercial, quantos forem necessários para, juntamente com os Corretores existentes, perfazerem o número de cinco. Estes comerciantes são elegíveis, menos

para síndicos (art. 42, § 2º, segundo o Decreto de 24 de Dezembro de 1901, art. 1º).

252

As atribuições do Síndico, do secretário e do tesoureiro deviam ser determinadas, por ordem expressa do legislador, nos Regulamentos elaborados pela Câmara dos Corretores (art. 47º, § único). Na falta, porém, desses regulamentos, temos que nos limitar aos princípios, de resto insufficientíssimos, que a lei consigna e que vamos expor.

À Comissão de Administração no seu conjunto, como representante da Câmara dos Corretores, pertence a direcção interna e directa da Bolsa (Reg. das Bolsas, art. 4º).

O Síndico é o representante e o chefe da corporação dos Corretores. Como tal compete-lhe:

- a) Pôr em execução as deliberações da Câmara referentes à direcção da Bolsa (Reg. das Bolsas, art. 4º).
- b) Corresponder-se directamente com a Direcção Geral do Comércio e Indústria, por cujo intermédio lhe são transmitidas as ordens e instruções do Governo, relativas ao serviço da Bolsa (Reg. e art. cit.).
- c) Autorizar por escrito os leilões, cuja realização é permitida pela lei à porta da Bolsa ou dentro do edifício dela fora das horas da sessão (Reg. cit., art. 19º).
- d) Exercer superintendência sobre todos os empregados da Bolsa (Reg. cit., art. 4º).
- e) Nomear o Pregoeiro, ouvida a Câmara dos Corretores, o guarda-portão e o contínuo, sob proposta do fiscal (Reg; cit., art. 6º), contratar os serventes indispensáveis, com autorização da mencionada Câmara (Reg. cit., art. 5º, § único), e aprovar o Proposto, pelo qual o pregoeiro se queira fazer substituir (Reg., art. 10º).
- f) Fazer a polícia da Bolsa, por intermédio do fiscal, podendo mandar lavrar por este os autos competentes para serem remetidos para juízo e reclamar, quando as circunstâncias o exijam, o auxílio das autoridades e o concurso da força pública (Reg., art. 21º e § único).
- g) Vigiar a cobrança das receitas da Bolsa, feita pelo fiscal (Reg. cit., art. 64º), o qual tem, como obrigação especial, de dar contas mensalmente

- ao Síndico de qualquer rédito da Bolsa que haja recebido (Reg. cit., art. 7º § 2º, nº 5).
- h) Quanto à admissão e eliminação dos títulos da cotação: mandar afixar no recinto da Bolsa, publicar no *Diário do Governo* e comunicar à Direcção Geral do Comércio e Indústria as respectivas notas (Reg. cit., art. 30º) e fazer parte da comissão, para a qual cabe recurso das decisões da Câmara dos Corretores sobre o assunto (Reg. cit., art. 26º).
- i) Para a elaboração do Boletim da Cotação: receber as notas das operações do dia, a fim de registar a negociação (Reg. cit., art. 34º, § único; conf. Cod. Com., art. 357º, § único), e de por elas se formular o Boletim (Reg. cit., art. 56º, § 1º); numerar e rubricar todas as folhas do livro em que este tem de ser registado (Cod. Com., art. 91º; Reg. cit., art. 58º) e assinar as quatro cópias que a lei dele manda extrair (Reg. cit., art. 59º segundo o Decreto de 24 de Dezembro de 1901, art. 3º; conf. Cod. Com., art. 92º).
- j) Receber as participações que os estabelecimentos bancários são obrigados a enviar-lhe, para a fixação da cotação oficial dos câmbios (Cod. Com., art. 88º, § único; Reg. cit. art. 56º, § 3º).
- k) Rubricar e assinar os atestados e certidões passados pela Câmara dos Corretores (art. 44º, § único).
- l) Vigiar a cobrança dos emolumentos dos Corretores (art. e § cit.).
- m) Arrecadar os cadernos, protocolos e quaisquer registos dos Corretores, em caso de morte ou demissão, a fim de serem depositados, fechados e lacrados, na secretaria do tribunal de comércio e mais tarde entregues ao sucessor no ofício (art. 69º).

As atribuições, que a lei expressamente confia ao secretário da Câmara dos Corretores, são as seguintes:

- a) Inscrever num registo especial os títulos admitidos à cotação oficial (Reg. das Bolsas, art. 22º).
- b) Redigir o Boletim da Cotação diária, ficando responsável pela sua legalidade e exactidão (Cod. Com., art. 90º; Reg. cit., art. 57º), e registá-lo no livro para isso destinado (Cod. Com., art. 91º § único; Reg. cit., art. 58º § único).

c) Executar na Bolsa as penas disciplinares de advertência e censura, lendo à primeira hora da Bolsa a sentença, em que elas se achem incluídas (art. 89º).

Com referência ao tesoureiro da Câmara dos Corretores, unicamente dispõe a nossa lei que o fiscal da Bolsa lhe deve entregar diariamente as receitas cobradas (Reg. das Bolsas, art. 7º, § 2º, nº 6º).

Como se vê da exposição que temos feito, faz-se sentir vivamente a falta de um diploma especial, em que nitidamente se fixem e regulem as atribuições a cargo dos membros da comissão administrativa da Câmara dos Corretores.

As disposições da legislação actual, sem ligação nem ordem, reclamam com urgência um complemento aperfeiçoado que, segundo a lei, à Câmara dos Corretores compete elaborar. É pois de esperar que esta não continue a menoscabar o preceito claro do seu Regimento.

## BIBLIOGRAFIA

BÉDARRIDE – Ob. cit.

BOUDON – *La bourse et ses hôtes*, cit.

BOZERIAN – Ob. cit.

BUCHÈRE – Ob. cit.

COLSON – Ob. cit.

COURCELLE-SENEUIL (J.G.) – *Les opérations de banque – Traité théorique et pratique* – Paris, 1905. – Guillaumin et C.<sup>ie</sup>.

FRANCHI – Ob. cit.

GUILMARD (E.) – *De la vente directe des valeurs de bourse sans intermédiaire* – Paris, 1904 – Guillaumin et C.<sup>ie</sup>.

HAYOUX DU TILLY – Ob. cit.

LAMBERT – Ob. cit.

LYON-CAEN et RENAULT – Ob. cit.

MARGHIERI – *Il diritto commerciale italiano*, cit.

OULMANN – Ob. cit.

PROUDHON – Ob. cit.

RAMBAUD – Ob. cit.



SAYOUS – Ob. cit.

SCHERER – Ob. cit.

SUPINO (David) – *Istituzioni di diritto commerciale* – Firenze 1900 – G. Barbera

THALLER – Ob. cit.

VIDARI (Ercole) – *Compendio di diritto commerciale italiano* – Milano, 1899 – Ulrico Hoepli

VIDAL – *Agents de change*, cit.

WALDMANN – Ob. Cit.

(Página deixada propositadamente em branco)

## **CAPÍTULO III**

### **FUNÇÕES DOS CORRETORES**

#### **SUMÁRIO:**

- I. – Monopólio dos Corretores: a) Princípio geral.
- II. – b) Suas sanções; da intrusão no ofício de Corretor.
- III. – Funções dos Corretores.
- IV. – Remuneração da mediação exercida pelos Corretores: corretagens e emolumentos.

#### **I. MONOPÓLIO DOS CORRETORES: A) PRINCÍPIO GERAL**

As funções dos Corretores dividem-se em duas categorias: uma constituída pelas funções que só eles podem exercer, a outra abrangendo funções, que podem desempenhar em concorrência com outros intermediários. O primeiro grupo constitui um monopólio, visto que é a atribuição pela lei a um ou mais indivíduos do direito exclusivo de exercer uma arte ou uma indústria.

Estabelecendo, pois, a lei um ofício especial destinado a exercer funções, que não podem ser livremente desempenhadas por qualquer, indispensável se torna que ela enumere as mesmas funções. Assim, já o Código Comercial instituía o monopólio dos Corretores, dizendo que as negociações de fundos públicos, que se houvessem de verificar na Bolsa, só poderiam ser feitas por sua intervenção (art. 358º).

Hoje, porém, o monopólio dos Corretores não se limita aos fundos públicos, tendo sido consideravelmente ampliado pelos diplomas de 1901. Com efeito, o Regimento dos Corretores declara a intervenção destes obrigatória nas operações que se efectuarem na Bolsa, nos termos do Código Comercial, e nas transacções ordenadas pelas autoridades judiciais, já incluídas pelo mesmo Código entre as suas atribuições (art. 3º; Cod. Com., art. 351º e seg.; 66º, nº 3º e § único).

Mais claramente ainda, dispõe o Regulamento das Bolsas que as operações sobre fundos públicos, fundos particulares ou quaisquer outros papéis de crédito, que se houverem de verificar na Bolsa, só podem ser feitas por intermédio de Corretor (art. 36º).

É claro, porém, que o monopólio dos Corretores abrange a mediação da Bolsa, mas não o seu comércio. Ninguém é obrigado a recorrer a um intermediário; simplesmente, se o fizer, tem de se dirigir a um Corretor. É pois permitida a venda directa de quaisquer títulos de crédito em quaisquer condições, sujeita apenas às regras gerais do contrato de compra e venda mercantil (Cod. Com., art. 86º; Reg. das Bolsas, art. 37º § 2º; conf. Cod. Com., art. 463º e seg.). A este princípio fazem excepção, porém, as negociações a prazo, que só podem ser tratadas na Bolsa e por intermédio de Corretores (Reg. cit. art. 49º)<sup>146</sup>.

Como os fundos não admitidos à cotação oficial não podem constituir objecto de negociações de Bolsa (Reg. cit. art. 22º), é claro que não só não têm de ser transaccionados com intervenção de Corretores, como nem mesmo o devem ser<sup>147</sup>. À sua negociação aplicam-se os preceitos gerais da compra e venda comercial (Cod. Com., art. 463º, n.ºs 2º, 3º e 5º).

O monopólio da mediação dos Corretores não impede também um banqueiro ou qualquer outro comerciante de servir de intermediário em

---

<sup>146</sup> N. A.: O Regulamento fala de um modo genérico em operações, mas seria absurdo e contrário ao sistema geral da nossa lei considerar abrangidas nesta restrição todas e quaisquer operações. Julgamos, portanto, este artigo subordinado ao anterior e, como ele, só referente às operações a prazo. Demais, este artigo não é senão a reprodução ampliada do artigo 356º do Código Comercial e, portanto, é de supor que deva ter o mesmo alcance que este, o qual claramente se limita a regular as operações a prazo.

<sup>147</sup> N. E.: *Esta posição limitativa das actividades dos Corretores nas operações fora de Bolsa não é hoje acolhida na nossa legislação.*

operações de Bolsa, contanto que incumba a execução das ordens do seu cliente a um Corretor oficial. A lei só exige que o banqueiro ou comerciante se limitem a figurar como mandatários intermédios<sup>148</sup>.

Quando, porém, se der ordem a um banqueiro para realizar uma operação de Bolsa, implicitamente se presume abrangida na ordem a obrigação do banqueiro efectuar a operação correctamente, isto é, por intermédio de Corretor nos casos exigidos pela lei. Se o banqueiro assim não proceder, fica responsável por todas as consequências do seu acto ilícito para com o seu cliente; além de que, na sua qualidade de mandatário, é ao banqueiro que incumbe dar contas da execução do mandato (Cod. Com. art. 238º) e portanto, em caso de dúvida, provar a regularidade da operação realizada. Nem obsta a esta disposição geral qualquer convenção pela qual o cliente tenha autorizado o banqueiro a realizar a operação sem intermédio de Corretor, pois semelhante convenção é contrária à lei e como tal insanavelmente nula (Cod. Civ. art. 671º n.º 4º).

Do que temos dito deduz-se que nem sempre é ilícito o comércio de fundos por um não-Corretor. Pode haver quem se dedique exclusivamente a esse comércio, contanto que compre directamente os fundos para os revender; se, porém, a compra for efectuada por conta de outrem, o negócio torna-se ilícito. Trata-se pois aqui de uma questão de facto, cuja apreciação incumbe aos tribunais competentes.

## **II. B) SUAS SANÇÕES; DA INTRUSÃO NO OFÍCIO DE CORRETOR**

Do estabelecimento do monopólio dos Corretores resulta como consequência necessária a criação legal de sanções que lhe sirvam de garantia. De facto, segundo a nossa lei, à intrusão ou realização por um indivíduo

---

<sup>148</sup> N. E.: *Recorde-se que, hoje em dia, a maioria dos bancos podem operar directamente nas Bolsas desde que sejam membros das mesmas, dispensando assim o recurso ao serviço dos "brokers". Entre nós esta abertura aos bancos só ocorreu com a revisão de 1999 do Código do Mercado de Valores Mobiliários que deu origem ao actual Código dos Valores Mobiliários (aprovado pelo Dec-Lei 486/99, de 13 de Novembro). Apesar de tudo, há operações em que os bancos preferem recorrer aos serviços de corretoras independentes precisamente por esta característica que só estes intermediários de Bolsa podem manter.*

não habilitado das funções de Corretor correspondem sanções civis e penais. Corretor intruso, segundo a lei, é toda a pessoa que, por qualquer forma, directamente ou por interposta pessoa, praticou nas Bolsas actos de mediador mercantil (Reg. art. 91º). Portanto, e de harmonia com o que acima dissemos, não é tido por Corretor intruso:

- o banqueiro, que transmite a um Corretor as ordens do seu cliente;
- o que negoceie fora da Bolsa em títulos, que não foram admitidos à cotação oficial;
- e o que vende ou compra directamente quaisquer títulos de crédito, sem recorrer a intermediário algum.

As sanções penais impostas ao Corretor intruso são as seguintes:

a) A pena de usurpação de funções públicas nos termos do Código Penal (art. 93º). Aqui, porém, surge uma dúvida, pois o artigo 93º do Regulamento de 1901 manda aplicar absurdamente ao Corretor intruso as penas do artigo 236º e seus §§ do Código Penal. Nesse artigo punem-se três crimes absolutamente diferentes e, portanto, não se podem aplicar a uma mesma hipótese todas as penas que ele comina, como parecia depreender-se da extraordinária disposição do Regimento! As três hipóteses, previstas pelo citado artigo do Código Penal, são:

- 1ª) Exercício sem título ou causa legítima das funções próprias de um empregado público, arrogando-se essa qualidade (art. 236. pr.);
- 2ª) Exercício, com igual ilegitimidade, das funções de um comando militar de terra ou mar (art. 236º, § 1º);
- 3ª) Exercício de um acto próprio de uma profissão que exija título, arrogando-se, sem título ou causa legítima, a qualidade de professor ou perito (art. 236º, § 2º).

Excluída a usurpação de um comando militar, que evidentemente não tem analogia alguma com o caso presente, temos que decidir qual das duas hipóteses restantes é equiparável à intrusão no ofício de Corretor.

É realmente assombroso que na interpretação de uma lei penal se permita uma tal latitude, mas o certo é que temos de nos sujeitar a semelhante desconchavo, em face da disposição inadmissível, mas terminante, do Regimento. A meu ver, a última das hipóteses citadas é que tem de ser por nós considerada, visto que o ofício de Corretor, como anteriormente demonstrámos, não constitui um emprego público. Trata-se precisamente de um acto próprio de uma profissão que exige título, como é a de Corretor; nem obsta a referência expressa da lei ao professor ou perito, pois esta parte da disposição legal deve ser tida como meramente exemplificativa e subordinada ao preceito genérico do princípio do artigo, que pune o exercício, sem título, de uma profissão que o exige. Aceitando esta conclusão, segue-se que o Corretor intruso fica sujeito à pena de seis meses a dois anos de prisão e multa correspondente (Cod. Pen. art. 236º, § 2º).

- b) A quaisquer outras penas que sejam aplicáveis (art. 93º). Mal se compreende também o carácter tão vago desta disposição penal. Entendemos, porém, que ela deve ser tida como significando a sujeição do Corretor intruso, além da pena inerente ao acto de intrusão, a quaisquer outras que resultem das circunstâncias do próprio acto. Assim, se o intruso, para realizar a intrusão no ofício de Corretor, se serviu do nome de algum destes e assinou com ele qualquer documento, incorreu claramente no crime de falsificação de escrito, ficando sujeito às penas correspondentes, cominadas nos artigos 215º e seguintes do Código Penal, e, além disso, à pena de usurpação sem título, de profissão que o exige. Dar-se-á pois neste caso uma acumulação de crimes, nos termos do artigo 102º do Código Penal.
- c) Inibição de entrar no edifício da Bolsa (art. 93º; Reg. das Bolsas, art. 15º, nº 4º).
- d) Incapacidade para vir a ser Corretor (art. 21º, nº 3º).

Como resulta das disposições citadas e do carácter restritivo da interpretação que devem ter as leis penais, (conf. Cod. Pen., art. 18º), as sanções penais, recaem unicamente na pessoa do Corretor intruso, não ficando sujeito a pena alguma aquele ou aqueles que usaram dos seus serviços.

Sendo a sanção penal da intrusão estabelecida no interesse público, e não no interesse dos particulares afectados por ela que nada lucram com a sua imposição, é natural que só a um magistrado, e não a qualquer indivíduo, cumpra promover o respectivo procedimento. Assim dispõe a lei, que a intrusão pode ser comunicada ao secretário do tribunal de comércio pela Câmara dos Corretores ou por qualquer cidadão e que, sob essa comunicação – ou mesmo de ofício quando lhe constar por notoriedade, por processo ou por documentos – o secretário promoverá todos os procedimentos legais competentes para se acabar a intrusão (art. 95º). Mais eficazes, porém, do que as sanções penais são as sanções civis que, sujeitando a graves perdas pecuniárias, não só os Corretores intrusos, como aqueles que os empregam, levam estes, naturalmente atemorizados, a só recorrerem a Corretores oficiais como intermediários das suas transacções.

As sanções civis, estabelecidas pela nossa lei, são as seguintes:

- 1ª) A nulidade da transacção, pois em juízo não haverá acção para exigir o cumprimento das obrigações contraídas (Reg. das Bolsas, art. 36º), nem aí poderão ter seguimento as transacções efectuadas por um Corretor intruso (art. 96º).

Portanto, são nulos, tanto a transacção efectuada pelo intruso, como o contrato celebrado entre ele e o seu cliente. A nulidade de semelhantes contratos resultava já, em face dos princípios gerais do direito, da sua causa ilícita (Cod. Civ., art. 671º e 692º), mas bem fez a lei em repetir a mesma cominação, regulando-a com maior precisão.

Esta nulidade é de ordem pública, pois representa a infracção da sanção estabelecida para um monopólio de interesse geral. Como tal, não pode ser invalidada por qualquer acordo ou convenção das partes e pode ser alegada por qualquer interessado na anulação da venda ou do mandato.

Mas poderá essa anulação ser requerida a todo o tempo em que isso convenha aos interessados? A resposta afirmativa parece inferir-se do sistema do Código Civil. Este, com efeito, declara imprescritível a acção de rescisão por nulidade resultante de se achar fora do comércio a coisa que faz objecto de contrato (art. 691º), e evidentemente a prestação de serviços



de um Corretor está fora do comércio para todos os não-corretores; além disso, dispõe o mesmo Código que a nulidade do contrato pode ser oposta por via de excepção a todo o tempo em que o cumprimento do contrato nulo for pedido (art. 693º; conf. Cod. de Proc. Civ., art. 3º, nº 5º).

Na legislação especial nenhuma disposição se encontra que revogue as normas gerais, as quais têm portanto de se considerar aplicáveis ao caso presente. Estes princípios, porém, são inconvenientes neste caso especial e prestam-se a favorecer a fraude; o cliente mantém o contrato enquanto lhe convém, e anula-o quando se lhe torna prejudicial. Assim a lei protege a especulação de má-fé e melhor fora declarar que, depois de prestadas as devidas contas entre o cliente e o Corretor e depois de liquidada definitivamente a transacção, não mais poderá ser arguida a sua nulidade.

2ª) A indemnização por perdas e danos ao cliente prejudicado (art. 93º). Se, porém, o cliente tiver encarregado cientemente da negociação o Corretor intruso, não pode depois fazer reclamação alguma contra ele (art. 92º).

A prestação de contas por parte do Corretor e a sua aprovação pelo cliente põem termo a este direito de indemnização, que nem sempre existe. Com efeito, para que a parte possa pedir uma indemnização de perdas e danos, é necessário que tenha sofrido algum prejuízo (conf. Cod. Civ., art. 705º). Se, por exemplo, o agente encarregado de efectuar a transacção não recorreu para esse fim a um Corretor, por má-fé e para auferir qualquer lucro indevido, e daí resultou a nulidade posterior da transacção, é evidente o prejuízo da parte. Se, porém, o agente foi incumbido de comprar ou vender determinados títulos por um certo preço e em certas condições, e a transacção foi definitivamente consumada nas condições ditas, o cliente não sofreu nenhum prejuízo; neste caso, resta apenas o vício de forma, que a parte não pode alegar directamente com o fim de obter uma indemnização. Mas, em qualquer dos casos, logo que o cliente aceitou e aprovou as contas prestadas pelo Corretor intruso, implicitamente reconheceu que não tinha sofrido nenhum prejuízo e perdeu todo o direito a exigir qualquer indemnização. O mesmo sucede, se, depois de concluído o contrato com o agente, o cliente soube que ele era um intruso no ofício de Corretor e

não um verdadeiro Corretor, e não obstante não revogou o mandato que lhe tinha confiado (art. 92°).

Nesta acção de perdas e danos há uma disposição excepcional estabelecida pela lei em favor do respectivo autor, referente ao arresto. Como é sabido, para se requerer um arresto, é necessário provar: a) A certeza da dívida; b) O justo receio de insolvência, ou de ocultação ou de dissipação de bens (Cod. de Proc. Civ., art. 364°). Na acção de indemnização por perdas e danos, para o caso especial de que estamos tratando, dispensa-se essa prova. Para ser decretado o arresto, antes ou em qualquer estado da respectiva acção de perdas e danos, basta justificar o facto da intrusão (art. 94°).

3ª) A responsabilidade por perdas e danos por quaisquer prejuízos causados (art. 93°).

Em vista desta disposição, não pode haver dúvida de que os Corretores, prejudicados pela concorrência do intruso, podem exigir deste uma indemnização. Dificilmente, porém, se poderá intentar essa acção, pois na maioria dos casos torna-se impossível precisar qual dos Corretores oficiais foi prejudicado pelo intruso. A entidade naturalmente indicada para instaurar esta acção era a Câmara dos Corretores, como representante e defensora dos interesses de todos os seus membros. Não o pode, porém, fazer entre nós, visto a lei não lhe reconhecer personalidade jurídica, o que mais uma vez se verifica ser inconvenientíssimo.

Nesta acção de indemnização verifica-se a mesma especialidade, já dita, quanto ao arresto, pois a redacção genérica da disposição legal abrange sem dúvida todas as acções dessa natureza fundadas no facto da intrusão. Para terminar, faremos observar que, na prática, há numerosos Corretores intrusos, sem que até hoje lhes tenha sido aplicada medida alguma repressiva, quer civil, quer penal.

### III. FUNÇÕES DOS CORRETORES

No exercício das suas funções o Corretor pode figurar de dois modos: ou como mandatário ou como comissário do seu cliente. No primeiro caso,

o contrato é feito em nome do cliente e o Corretor só fica sujeito à responsabilidade geral de um mandatário. No segundo caso, o contrato é feito em seu nome pelo Corretor, que por ele fica responsável (Cod. Com., art. 77º, 68º, n.º 4º, e 76º; Reg. art. 50º, n.º 4º, 71º e 72º). Como em regra o Corretor é obrigado pelos seus clientes a manter secretos os respectivos nomes, na maioria dos casos figura nas transacções como comissário.

É claro que, neste caso, tem de ficar responsável pela execução do contrato, visto que o seu cliente é desconhecido ao seu colega, com quem efectuou a transacção, o qual fica por isso destituído de qualquer acção contra ele. O pagamento da operação deve ser feito pelos clientes, como é natural. Porém, ao passo que no caso de mandato pode o Corretor adiantar o pagamento, mas não é obrigado a fazê-lo, pelo contrário, no caso de comissão, tendo-se mantido secreto o nome do cliente e não podendo pois haver acção contra ele, é ao Corretor que incumbe efectuar directamente o pagamento, podendo este em tal caso exigir previamente as necessárias garantias de reembolso.

Indicados assim, de um modo geral, os dois aspectos sob os quais o Corretor pode exercer as suas funções, cumpre-nos ver em que estas consistem.

Em primeiro lugar, é operação dos Corretores comprar e vender, para os seus comitentes, mercadorias, navios, fundos públicos, acções de sociedades legalmente constituídas, títulos de risco marítimos, letras, livranças e cheques e outros créditos e obrigações mercantis (Cod. Com., art. 66º, n.º 1º; Reg. art. 49º, n.º 1º; confr. Cod. Com., art. 66º, n.º 4º, e Reg. art. 49º, n.º 4º, com Cod. Com., art. 351º, n.ºs 1º e 2º).

As compras e vendas podem-se fazer no mercado ou “*por aplicação*”. Se dois clientes recorrem ao mesmo Corretor para a efectuação das duas partes de uma transacção, isto é, um para a compra e outro para a venda do mesmo número de títulos em iguais condições, pode o Corretor efectuar só por si a transacção – é esta a venda “*por aplicação*”<sup>149</sup>.

---

<sup>149</sup> N. E.: Hoje designamos esta transacção directa como “encontro”. Mas vale referir que o facto de um mesmo Corretor receber ordens opostas de dois clientes para um mesmo título e para iguais quantidades físicas, o preço desse negócio só pode ser neutro para comprador e vendedor se essas ordens forem primeiramente expostas ao mercado da Bolsa antes de se “encontrarem” entre si. Só no caso em que, após essa exposição, nenhuma ordem for executada com terceiros, pode o Corretor executar directamente a transacção ordenada pelos seus clientes ao preço que vigorar no mercado nesse momento. Vide a este propósito o art. 442º do Código do Mercado de Valores Mobiliários, de 1991, e os art.s 346º e 347º do actual Código dos Valores Mobiliários, de 1999.

A nossa lei não a regula em especial, mas não a proíbe. É costume subordinar a permissão dessa venda à previa constatação, por entidade competente, de que ela não se poderia efectuar publicamente em melhores condições, salvo se as duas ordens se referem a um curso determinado de abertura, de encerramento ou médio, pois torna-se então dispensável tal formalidade. Também se costuma exigir do Corretor a entrega das notas destas transacções para a elaboração do Boletim das Cotações, em que elas podem influir. Entre nós, na falta de regulamentação legal, não se faz nenhuma destas exigências; por vezes, porém, os interessados na transacção desejam que ela seja tida em consideração no Boletim das Cotações, para o que o Corretor anuncia na Bolsa, como efectuada, a dita operação.

Se, porém, o Corretor não encontra na sua clientela a contra-parte de uma ordem recebida, procura-a na clientela de outro Corretor – procede-se então à venda no mercado. As ordens são transmitidas pelos Corretores aos seus pregoeiros por meio de notas com as precisas indicações da operação a realizar (Reg. das Bolsas art. 33º). O pregoeiro anuncia a proposta, conforme as notas, em que geralmente se indica o número e a quantidade dos títulos, mas sem os especificar. Os assistentes podem licitar no leilão, pronunciando-se por comprado ou vendido no lote que estava sendo apreçoado (Reg. cit., art. 31º). Caso se efectue a transacção, o Corretor assenta-a no seu caderno manual, indicando resumidamente o seu objecto e as suas principais condições (Cod. Com., art. 69.º; Reg. art. 58º). Às vezes, para maior segurança, os Corretores contratantes, quando a operação se não faça por intermédio de um só, conferem os assentos feitos, mostrando um ao outro os respectivos cadernos; mais geralmente, porém, limitam-se a conferirem verbalmente os assentos feitos. Para se completar a operação, basta apenas, se o título for ao portador, a sua entrega; se for nominal ou de assentamento, é necessária ainda o averbamento, que constitui uma obrigação resultante para o vendedor do acto da venda.

O Corretor não pode garantir o negócio que efectua por meio de fiança ou por qualquer outra forma, pois isso equivaleria ao exercício do comércio por conta própria, que a lei terminantemente lhe proíbe (Cod. Com., art. 80º, nºs 1º, 2º e 4º; Reg. art. 50º, nºs 1º, 3º e 5º). Garante, porém, para com o seu cliente a solvabilidade do outro Corretor, com quem realiza

o contrato, e a sua caução fica obrigada a todas as responsabilidades contraídas (art. 31º).

Por seu lado, o Corretor pode exigir dos clientes um certo número de garantias, tais como a entrega antecipada dos fundos ou das somas necessárias para se realizar a operação (Cod. Com., art. 76º, § 1º; Reg., art. 71º, § 1º).

Até aqui, temos tido sempre em vista a compra e venda de fundos. Esta constitui na verdade a principal e quase única categoria de negociações que se efectuam por intermédio de Corretores; nas Bolsas estrangeiras de grande movimento, os Corretores nem mesmo negoceiam em todos os fundos, havendo alguns que eles desprezam e sobre os quais se torna impossível transaccionar com sua intervenção.

Mas, além das operações sobre fundos, também na Bolsa podem ser tratadas as operações sobre cambiais (Reg. das Bolsas, art. 55º; conf. Cod. Com., art. 66º, nº 1º e Reg. art. 49º, nº 1º). Porém, o comércio de cambiais não entra no monopólio dos Corretores e, sendo livre, é principalmente exercido pelos banqueiros. Na prática, são raras as transacções sobre cambiais efectuadas na Bolsa.

O contracto de câmbio, segundo MOLLOT, consiste em transferir, por meio de títulos, somas mais ou menos consideráveis de uma praça para outra. Se um negociante de Lisboa quiser pagar no Porto 1:000\$000 reis e houver tantas somas a enviar do Porto para Lisboa como de Lisboa para o Porto, então o cambio faz-se com as únicas despesas de correspondência e de comissão e diz-se "*que o cambio está ao par*". Se o Porto tem menos somas a mandar para Lisboa do que Lisboa para o Porto, é claro que quem quiser pagar 1:000\$000 reis no Porto não poderá alcançar papel sobre essa última cidade senão comprando-o "*acima do par*", isto é, dando ao vendedor uma diferença ou prémio, pagando-lhe, por exemplo, reis 1.010\$000 por 1:000\$000 reis. Diz-se, neste caso, que o câmbio é desfavorável para Lisboa. Suponhamos o caso inverso: é o Porto que tem de fazer pagamentos mais importantes em Lisboa; então o câmbio é favorável a Lisboa. O papel sobre o Porto ganha e dá uma vantagem de uns tantos por cento àquele, que para essa cidade queira dirigir valores.

As diferenças principais referem-se, porém, não ao câmbio interno, mas ao câmbio externo, em que às diferenças inerentes à maior ou menor

remessa de papel de uma praça para outra, crescem as diferenças de valor das respectivas moedas. A maior ou menor demora de vencimento em nada modifica o câmbio, sendo unicamente tomada em atenção para a fixação da taxa de desconto. Nos negócios efectuados sobre cambiais, é claro que o Corretor só pode figurar como mandatário do seu cliente, fazendo o negócio em nome dele. De outro modo, tornar-se-ia endossado da letra e como tal garante e responsável pelo pagamento da letra ou título, o que é contrário aos princípios legais, que o proíbem de fazer actos de comércio por sua conta.

Conquanto não façam ordinariamente operações sobre cambiais, cumpre obrigatoriamente aos Corretores formularem o boletim da cotação dos câmbios, pela forma que anteriormente expusemos.

Ainda com respeito às letras, incumbe ao Corretor uma função especial. Como é sabido, o ressaque é acompanhado de uma conta de retorno e esta deve conter, entre outras indicações, o preço do recâmbio certificado pelo Corretor respectivo (Cod. Com., art. 333º e § único nº 3º), que o deve fixar nos termos do artigo 334º do Código Comercial. Esta função, porém, tem pouquíssima importância, tanto mais que a conta de retorno não é geralmente usada no comércio.

Mas, além das transacções incumbidas directamente aos Corretores por clientes particulares, podem ser encarregados de outras por autoridades judiciais. Com efeito, a nossa lei inclui entre as atribuições dos Corretores o proceder às vendas de fundos públicos, acções ou obrigações de bancos ou companhias, ordenadas pela autoridade da justiça da respectiva comarca ou que lhes forem cometidas pela autoridade judicial competente de qualquer comarca (Cod. Com., art. 66º, nº 3º e § único; Reg., art. 49º, nº 3º e § único). Como se vê, a nossa lei considera dois casos de vendas judiciais a cargo dos Corretores: ordenadas pela autoridade judicial da respectiva comarca ou cometidas pela mesma autoridade de outra comarca. Trata-se pois, num caso, das vendas judiciais na comarca do mesmo Corretor e, noutro caso, das mesmas vendas em qualquer outra comarca.

Considerando os dois casos em separado e regulando-os por disposições diversamente redigidas, mostra claramente a lei a intenção de os subordinar a dois regimes diferentes. A meu ver, a diferença é a seguinte: no primeiro

caso, ficam a cargo do Corretor todas as ditas vendas que forem ordenadas pela autoridade judicial – estas entram portanto no monopólio dos Corretores; no segundo caso, as vendas podem ser cometidas ou não a um Corretor – não são abrangidas no seu monopólio e, portanto, fica ao arbítrio do juiz confiar-lhas ou não.

Sendo este o regime existente de *jure constituto*, qual será o preferível de *jure constituendo*? No aspecto geral, debate-se a questão entre dois regimes: confiar a venda de fundos e títulos ao Corretor ou realizá-la em hasta pública com o pessoal e as formalidades das arrematações judiciais (conf. Cod. de Proc. Civ., art. 841º e seg.). Em favor deste segundo sistema, alegam-se as seguintes razões:

- a) A lei exige certas formalidades para determinadas vendas em casos especiais. Ora, só por empregados judiciais podem ser cumpridas todas essas formalidades e, portanto, confiando-se as vendas a Corretores, infringem-se as disposições gerais da lei e privam-se os interessados das garantias que essas disposições têm em vista assegurar-lhes.
- b) O monopólio dos Corretores abrange só as negociações na Bolsa e, portanto, nada tem com as vendas judiciais.

Em favor do primeiro sistema indicado, opõem-se aos argumentos ditos os seguintes:

- a) O facto de se confiar a venda aos Corretores não implica a violação de todas as formalidades legais. Os Corretores podem cumpri-las em parte e, de resto, aos juízes compete decidir quanto à forma, podendo regulá-la minuciosamente, de modo a não serem prejudicadas as garantias legais. Assim, pode o juiz determinar que os títulos sejam vendidos num só dia ou em mais, juntos ou separados em lotes, etc.
- b) O monopólio dos Corretores abrange as negociações da Bolsa somente, mas as razões em que ele se funda subsistem para defender a sua ampliação às vendas judiciais. Longe de serem diminuídas pela sua entrega aos Corretores, aumentam as garantias; como resulta da obrigação deles garantirem a autenticidade do último signatário nas

negociações de títulos endossáveis (Cod. Com., art. 68º, nº 5; Reg., art. 53º, nº 5) e de outras semelhantes. Do maior número de garantias, estabelecidas principalmente em favor dos compradores, resultará uma maior afluência destes, o que é de incontestável vantagem para o indivíduo em favor de quem se fizer a venda judicial.

- c) A venda é feita em melhores condições, quando entregue ao Corretor, pois realiza-se com maior publicidade, nunca pode ser feita abaixo do curso do dia e é muito mais barata, não envolvendo custas judiciais. É certo que as custas são pagas pelo arrematante (Cod. do Proc. Civ., art. 860º), mas este não deixará de as levar em conta para o cálculo do preço a oferecer, que assim será diminuído; portanto, as custas vêm sempre a reverter em prejuízo do vendedor.

Quanto às comarcas de Lisboa e Porto, seguiu a nossa lei o sistema que nos parece preferível, em vista do exposto. Para as demais comarcas é livre à autoridade judicial escolher o funcionário que há de incumbir da venda, não podendo, é claro, exercer a sua escolha senão de entre os funcionários legalmente habilitados para isso. O acréscimo insignificante de dificuldades e delongas que pode resultar, para a efectuação na Bolsa, de uma venda ordenada numa comarca mais ou menos afastada, não nos parece razão suficiente para diferenciar neste ponto essas comarcas das duas anteriores. Por mais longe que a comarca esteja da Bolsa, a venda realizada nesta representará sempre uma economia de tempo, de formalidades e de dinheiro. Bom seria, pois, que a lei tivesse imposto para todas as comarcas o regime estabelecido para Lisboa e Porto.

Advertiremos, porém, que na prática, a lei não é interpretada como entendemos que o deve ser. Na prática, as vendas judiciais em Lisboa são feitas, ora no tribunal, ora na Bolsa, à vontade do juiz. Das comarcas de província raríssimas vezes são cometidas vendas judiciais aos Corretores.

Além das compras e vendas, outras funções incumbem aos Corretores. Assim, cumpre-lhes fazerem negociações de descontos, seguros, fretamentos e empréstimos (Cod. Com., art. 66º, nº 2; Reg., art. 49º, nº 2; Cod. Com., art. 66º, nº 4, confr. com 351º, nºs 5 e 7). Há certos empréstimos que, por disposição expressa da lei, são incluídos no monopólio dos Corretores.



Segundo o Código Comercial, estavam nessas condições os empréstimos com garantia de fundos públicos que houvessem de ser contratados nas Bolsas (art. 361º). Pelo Regulamento das Bolsas, os empréstimos sobre fundos públicos, títulos particulares e outros papéis de crédito, que houverem de ser contratados nas Bolsas, só o podem ser por intermédio dos Corretores (art. 52.º). Deste modo, foi, pois, ampliado o monopólio dos Corretores. Na prática, porém, nunca se realizam tais empréstimos.

Finalmente, incumbe aos Corretores prestarem o seu ofício para todas as operações de Bolsa e em todos os casos, em que a lei exija a sua intervenção (Cod. Com., art. 66º, nº 4; Reg., art. 49º, nº 4). A enumeração, portanto, das operações da Bolsa, contida no art. 351º do Código Comercial, representa uma indicação, por forma indirecta, das atribuições dos Corretores. Já anteriormente nos referimos a quase todas elas; trataremos agora das restantes.

Podem ser tratadas nas Bolsas por Corretores as operações sobre espécies metálicas, isto é, sobre metais amoadados ou em barra (Cod. Com., art. 351º, nº 3; Reg. das Bolsas, art. 55º). Como se vê, a intervenção dos Corretores em tais transacções é meramente facultativa e, por isso, na prática, a maioria delas realiza-se fora da Bolsa.

Natural é, porém, a permissão concedida aos Corretores de efectuarem tais transacções, porquanto elas influem de modo notável no curso do câmbio; ora, como aos Corretores incumbe certificar este curso no seu boletim, mal se compreenderia, que eles fossem excluídos do mercado dos valores, cujas flutuações determinam precisamente o dito curso. De facto, porém, os Corretores raras vezes, como dissemos, se aproveitam desta faculdade. O negócio de espécies metálicas constitui objecto de negócio de uma classe especial de comerciantes, os cambistas, que compram moedas para revender e são absolutamente independentes da organização bolsista.

Aos Corretores fica, porém, sempre o monopólio da fixação oficial das cotações dos metais, as quais têm especial importância para a decisão de questões que derivem de operações inexecutadas e dos correspondentes pedidos de indemnização.

A expressão genérica da lei “espécies metálicas” parece incluir todos os metais. Tem-se, porém, sempre entendido, que apenas se incluem nessa

expressão os metais preciosos, e a própria lei sanciona indirectamente esta interpretação, pela referência do Código Comercial a metais amoeitados, que só podem ser metais preciosos. Todos os outros metais se podem negociar na Bolsa, mas entrando na categoria genérica de mercadorias.

Por último, podem os Corretores intervir na venda de bens imóveis e de direitos a eles inerentes e em certos leilões (Cod. Com., art. 351º, nºs 8 e 9). Ainda estas atribuições têm caído, na prática, em completo desuso.

#### **IV. RENUMERAÇÃO DA MEDIAÇÃO EXERCIDA PELOS CORRETORES: CORRETAGENS E EMOLUMENTOS**

As funções dos Corretores não são gratuitas e o salário ou remuneração que eles recebem pela sua intervenção em quaisquer transacções tem o nome de corretagem.

HAYOUX DU TILLY considera imprópria esta denominação. Segundo ele, a corretagem consiste essencialmente em aproximar duas partes uma da outra, afim de que entre si possam contratar; ora os Corretores figuram em geral como comissários, negociando em seu nome próprio. Trata-se, pois, de uma comissão e não de uma corretagem.

Não nos parece procedente esta crítica, pois, ainda quando o Corretor figure como comissário, não há dúvida que é mandatário, realizando a operação, não no seu interesse, mas no dos seus clientes, e que, portanto, é bem cabido aqui o termo de corretagem.

Do que temos dito se deduz que a corretagem é incompatível com a venda directa; nesta, falta a mediação que aquela é destinada a remunerar, há apenas a compra para revenda, em que o lucro provém da diferença de preços das duas operações. De outro modo, haveria uma acumulação de lucros para o cambista ou outro especulador, em detrimento do cliente. É certo, porém, que alguns intrusos no ofício de Corretor percebem uma corretagem, simulando cobrar a remuneração devida a um mandato desinteressado, o que é contrário à lei, que lhes proíbe a mediação, ou às condições da operação, se, realizando-a licitamente, compram e revendem em seu nome e por si próprios.

De harmonia com o que temos exposto, dispõe a nossa lei que os Corretores têm direito a receber uma corretagem (Cod. Com., art. 81°).

Se o monopólio dos Corretores fosse estabelecido em seu favor, era natural que se lhes reservasse ampla liberdade de fixarem as suas corretagens. De facto, porém, não sucede assim, sendo a importância delas fixada obrigatoriamente. Segundo a nossa lei, os Corretores recebem o direito de corretagem fixado na tabela, que faz parte do seu Regimento (art. 97°), ou arbitrado pela respectiva Câmara nos casos omissos da tabela (art. 44°, nº 10°) e, na falta dessa, pelo juiz do tribunal do comércio respectivo, sem possibilidade de reclamação ou recurso contra o arbitramento fixado, quer por parte do Corretor, quer por parte do comitente da respectiva operação (art. 102° e § único).

De facto, a liberdade de corretagem constitui um sistema inadmissível, visto ela ser estabelecida para os titulares de um monopólio de interesse e ordem pública. Além desta razão fundamental, a liberdade só serviria para fomentar abusos; gerando a concorrência entre os Corretores, daria lugar à derrota dos mais fracos e, portanto, à concentração de todos os negócios nas mãos de um pequeno número de indivíduos que discricionariamente poderiam impor a sua vontade ao público.

Para os intermediários livres é que não há nem pode haver regulamentação legal. Em regra, estes, para fazerem concorrência aos Corretores oficiais, exigem um salário menor, que de resto é sobejamente compensado pelo lucro directo que recebem da operação.

Tornando-se necessário regular legalmente a tarifa de corretagem, será preferível a sua uniformidade para todo o país ou a sua variedade para cada praça? A variedade pode ser mais oportuna, adaptando-se melhor aos costumes locais e ao maior ou menor movimento de transacções de cada praça. Não obstante, os inconvenientes que resultam dessa diversidade de corretagens sobrelevam às suas vantagens e tornam mais desejável a uniformidade geral. Basta lembrar o prejuízo que resulta de serem desconhecidas em cada praça de um país as tarifas das outras praças do mesmo, e os incómodos que daí provêm para os contratos celebrados com o estrangeiro.

Simplemente, devendo o Governo fixar por decreto a tarifa de corretagem, como fez entre nós, é conveniente que ouça previamente as corporações de

comerciantes e de Corretores de cada praça, para atender quanto possível aos usos e às necessidades locais. Porém, os direitos da tabela oficial são apenas máximos, podendo a Câmara dos Corretores reduzi-los, contanto que fiquem sendo uniformes para todos os Corretores em cada espécie de operações (art. 97º).

Em França entende-se que o Corretor, que pede uma corretagem superior à legal, incorre, na sua qualidade de oficial público, no delito de concussão. Entre nós, porém, atendendo ao carácter de restrita interpretação das normas penais, e visto a lei não conferir abertamente aos Corretores a qualidade de empregados públicos, entendemos que não pode o Corretor ser considerado réu de tal crime. De resto, isto pouca importância tem, pois na prática os Corretores respeitam sempre a tarifa legal.

A tarifa do nosso Regimento fixa as seguintes corretagens (Tabela de corretagem e emolumentos do Regimento dos Corretores):

- a)  $\frac{1}{8} \frac{0}{0}$  para as corretagens de câmbio sobre praças do reino ou estrangeiras, para os fundos públicos e para os leilões de ouro, prata e jóias
- b)  $\frac{1}{4} \frac{0}{0}$  para o desconto de letras, para os bens rústicos e urbanos – por parte do comprador – e para os leilões de mercadorias – por parte do comprador;
- c)  $\frac{1}{2} \frac{0}{0}$  para as mercadorias, bens rústicos e urbanos – por parte do vendedor – leilões de mercadorias – por parte do vendedor – leilões de mobília, leilões de navios, leilões de utensílios de navios naufragados – sendo o leilão dentro da cidade – leilões de botomaria ou risco marítimo, leilões de bens rústicos ou urbanos e para o afretamento de navios;
- d)  $1 \frac{0}{0}$  para os navios postos à carga

A nossa lei não distinguiu, ao fixar as corretagens, entre operações a contado e operações a prazo e bem fez, pois não há razão para que sejam maiores num caso do que noutro<sup>150</sup>. É certo que as operações a prazo são

---

<sup>150</sup> N. E.: É curiosa esta posição do autor visto que a tendência moderna parece ser no sentido de as corretagens sobre produtos derivados serem menores. Mas esta é uma questão controversa visto que na transacção de derivados não há só os custos da negociação própria-

mais importantes e dão mais lucro aos intermediários<sup>151</sup>; mas, em compensação, nas operações a contado há menos riscos e, dando menos lucros cada uma de per si, podem, no decurso de um período largo, dar mais lucros do que as operações a prazo. O melhor é, pois, manter a igualdade de situação do Corretor numas e noutras.

Para o cálculo da corretagem, atende-se, quanto aos fundos públicos e papéis de crédito, ao seu valor no mercado e, quanto ao desconto de letras, à importância delas (Tabela cit.). É, pois, pelo valor real da transacção, e não pelo seu valor nominal, que se paga a corretagem.

Assim não pode haver entre nós a dúvida debatida noutros países acerca dos títulos que não estão liberados, os quais, segundo uns, deverão pagar a corretagem como se o estivessem e, segundo outros, só deverão pagar na proporção do capital desembolsado. Entre nós, é evidente, que a lei segue este segundo sistema, o qual também nos parece preferível. De outro modo, permitir-se-ia em certos casos o pagamento de uma corretagem superior ao máximo da tabela oficial e é evidentemente justo que, para fixar o ónus da transacção, se atenda, não ao seu valor fictício, mas sim à importância real da coisa transmitida em virtude da negociação. É também este sistema, o que mais se harmoniza com a forma, por que entre nós se fixam as cotações pois, nestas, como sabemos, atende-se ao desembolso real dos títulos não liberados e não ao seu valor nominal.

Quanto às pessoas, por quem e a quem tem de ser paga a corretagem, dispõe, de um modo geral, a nossa lei que, intervindo na negociação um só Corretor, receberá corretagem de cada um dos contratantes, mas, intervindo mais de um, só poderá cada um deles recebê-la do respectivo comitente (Cod. Com., art. 81º, § 1º; Reg., art. 99º). De harmonia com este preceito, estabelece a tabela as percentagens ditas, como devendo ser pagas tanto pelo comprador como pelo vendedor, ou quanto aos câmbios tanto pelo

---

*mente dita – há ainda os custos de “clearing”, pode haver os custos de liquidação física final do subjacente, e há que contar com o custo financeiro das margens mobilizadas pelas posições em aberto. Também não é líquido que os derivados devam ter custos totais de entrada e saída muito baixos por causa dos exageros comportamentais dos mercados.*

<sup>151</sup> N. E.: *Será interessante estudar porque razão, no tempo em que o autor escreveu esta tese, as operações a contado eram de menor importância na Bolsa do que as a prazo, porque hoje verifica-se precisamente o contrário.*

passador como pelo tomador, ou quanto aos leilões de botomaria ou risco marítimo tanto pelo tomador como pelo capitão ou quem suas vezes fizer, ou quanto ao afretamento de navios tanto pelo afretador como pelo afretado. Exceptuam-se, porém, o desconto de letras, em que a corretagem é paga somente pelo passador, os leilões de utensílios dos navios naufragados nas condições ditas, em que só paga o vendedor, e os navios postos à carga, em que só paga o capitão. Como já vimos, também as corretagens são, em regra, iguais para as duas partes, salvo para os bens rústicos e urbanos e leilões de mercadorias, em que o comprador paga metade do que paga o vendedor.

Para que o Corretor tenha direito à corretagem, é necessário que esteja ultimada a negociação, o que se considera dado desde que entre as partes se estabelece um vínculo jurídico, condicional ou incondicional (art. 98º e § único). Mas a corretagem é devida, ainda que o contrato se não realize, quando tal suceda por acidente imprevisto ou por culpa de algum dos contraentes e quando o Corretor, tendo principiado a negociação, a não ultimar por o comitente ter encarregado a sua conclusão a outra pessoa ou a ter concluído por si mesmo. Não se ultimando, pelo contrário, a negociação por culpa do Corretor, não é devida corretagem alguma (Cod. Com., art. 81º, § 2º; Reg., art. 100º).

Como já temos dito, a fixação legal das corretagens indica o máximo admissível, sendo o mínimo fixado pela Câmara dos Corretores, conforme também dissemos. A Câmara não usou ainda desta atribuição, mas, na Bolsa de Lisboa, os Corretores, por um acordo particular, decidiram reduzir a  $\frac{1}{2}$   $\frac{0}{00}$ , paga pelo comprador, a corretagem para os fundos públicos, porque recearam que o agravamento de encargos, trazido pela nova tarifa à negociação desses fundos, pudesse prejudicar o crédito público e as condições do mercado. Abaixo do mínimo arbitrado pela Câmara não deve o Corretor fixar a sua corretagem e, quando o faça, deve-se entender que violou os regulamentos da corporação e como tal deve ficar sujeito a penas disciplinares. De facto, o prejuízo desta redução não é para o público, que só lucra com a barateza dos serviços prestados, mas sim para os demais Corretores, a quem é movida uma concorrência desleal, e para o prestígio de toda a corporação, cujas decisões, em que porventura colaborou o próprio infractor, são assim desacatadas. Tratando-se pois da defesa de um interesse de classe

e não de um interesse público, é justo que à Câmara dos Corretores cumpra a vigilância e repressão desses actos irregulares. Faremos, todavia, notar, que a cumplicidade do público, interessado em que não se denunciem as irregularidades que o Corretor pratica em seu proveito, torna singularmente difícil esta repressão.

E, todavia, o verdadeiro interesse do público não reside numa exagerada redução das corretagens<sup>152</sup>. Parece, à primeira vista, que o público, tendo de recorrer obrigatoriamente a certos intermediários, deve ter como ideal pagar-lhes o menos possível, mas a análise dos factos mostra-nos o contrário. A redução das corretagens incita ao abandono de transacções sobre títulos seguros, aos quais os Corretores preferem títulos de especulação. Com efeito, estes, pela sua grande flutuação e rápidos movimentos de cotação, prestam-se a operações mais complexas com adiamentos de liquidação e reportes e, portanto, à multiplicação das corretagens percebidas pelo Corretor para cada operação. Para outros títulos, em que só a grande cifra de uma transacção pode permitir um lucro sério ao Corretor, é frequente este não querer fazer o negócio, preferindo a perda de um lucro ínfimo à imobilização e risco de grandes capitais. Ora, neste abandono dos títulos seguros e não especulativos são geralmente os fundos públicos, porque melhor reúnem aquelas condições, os que mais sofrem.

Os lucros dos Corretores constituem também uma garantia para o público, pois é com eles que se formam importantes reservas, a que se recorre em caso de crise. Há toda a vantagem em que os Corretores enriqueçam, não só porque oferecem aos seus clientes maiores garantias materiais, como ainda porque só assim pessoas de uma certa consideração e posição social aceitarão esses cargos, que de outro modo iriam cair nas mãos de miseráveis traficantes.

---

<sup>152</sup> N. E.: *Esta é uma ideia geral válida para qualquer actividade empresarial: comprar barato é racional, mas não se pode forçar de tal maneira o respectivo fornecedor que ele seja levado a baixar a qualidade ou a desistir da própria actividade em causa. O objectivo é o justo equilíbrio, mas, como sempre, é difícil saber onde ele se localiza. No caso português actual, o problema surge ao nível da pluralidade de impostos, taxas e comissões que incidem sobre os títulos admitidos à Bolsa, de que resulta que o fornecedor dessas poupanças tem vindo a afastar-se progressivamente destes investimentos. No final, perde o Estado em impostos, perdem os intermediários em comissões e taxas, e perdem os investidores porque deixam de acumular poupanças para o futuro.*

A falta de lucros leva ainda o Corretor a procurá-los ilicitamente, ou especulando por sua conta própria, ou cumprindo menos fielmente as ordens dos seus clientes.

Por tudo isto, é indispensável evitar que os Corretores reduzam as suas corretagens abaixo do mínimo fixado. Para este fim, deve a lei confiar os necessários poderes de repressão à Câmara dos Corretores e esta deve exercê-los cuidadosamente, aproveitando-se dos recursos de fiscalização que derivam das formalidades impostas pela lei para a redacção do Boletim das Cotações, as quais permitem à Câmara conhecer todas as condições das operações realizadas por qualquer Corretor.

Na prática, os Corretores respeitam a tarifa legal; apenas por concessão particular diminuem a corretagem algumas vezes para os estabelecimentos de crédito mandatários intermédios; estes cobram depois do seu cliente a corretagem por inteiro e lucram assim a diferença que lhes é concedida.

A nossa lei procurou garantir de modo especial as dívidas de corretagem. Assim dispôs, que os direitos de corretagem são considerados alimentícios e que nas falências são pagos da massa comum como créditos privilegiados (art. 101º). É evidente que o fim destas disposições é garantir, de um modo especial, ao Corretor o pagamento das corretagens que lhe forem devidas.

As disposições regulamentares sobre corretagens carecem de estar sempre bem adaptadas às condições especiais de cada mercado. Por isso, é conveniente que sejam revistas com frequência, e bom seria que a nossa lei tivesse fixado os intervalos dessas revisões e as tivesse tornado obrigatórias.

Além das corretagens, têm ainda os Corretores outra forma de remuneração: os emolumentos. A lei emprega esta expressão num sentido lato, abrangendo também as corretagens (Reg. das Bolsas, art. 61º § único), e num sentido restrito, significando uma forma de remuneração especial a certos actos. Assim, dispõe que pertencem aos Corretores os emolumentos provenientes dos atestados por eles passados (Tabela de corretagem e emolumentos do Regimento dos Corretores, parte final, Emolumentos, segundo o Decreto de 24 de Dezembro de 1901, art. 2º). Além destes, não nos consta que os Corretores tenham direito a quaisquer outros emolumentos.



## BIBLIOGRAFIA

BÉDARRIDE – Ob. cit.

BOUDON – *La bourse et ses hôtes*, cit.

279

BOZÉRIAN – Ob. cit., tom. I e II.

BUCHÈRE – Ob. cit.

GUILMARD – Ob. cit.

HAYOUX DU TILLY – Ob. cit.

LAMBERT – Ob. cit.

LYON-CAEN et RENAULT – Ob. cit.

MARGHIERI – *I motivi del nuovo Codice, etc.*, cit.

MOYSEN – Ob. cit.

OULMANN – Ob. cit.

PROUDHON – Ob. cit.

RAMBAUD – Ob. cit.

SCHÉREK – Ob. cit.

THALLER – Ob. cit.

(Página deixada propositadamente em branco)

**CAPÍTULO IV**

**OBRIGAÇÕES E PROIBIÇÕES IMPOSTAS**

**AOS CORRETORES**

**SUMÁRIO:**

- I. – Disposições gerais.
- II. – Da caução.
- III. – Da prestação do seu ofício.
- IV. – Do exercício do comércio por conta própria.
- V. – Do contrato directo ou do interesse dos Corretores nas operações realizadas por sua mediação.
- VI. – Forma de realização das transacções; suas garantias.
- VII. – Do segredo profissional.
- VIII. – Da escrituração.
- IX. – Das cópias de assentos, recibos, cartas de aviso, notas e certidões.

**I. DISPOSIÇÕES GERAIS**

Não sendo a corporação dos Corretores instituída com o mero fim de beneficiar um grupo de comerciantes ao qual se concedam privilégios especiais, mas sim para vantagem e utilidade do comércio em geral, natural é que todos os legisladores se tenham preocupado em garantir, de harmonia com essa orientação, o fiel desempenho por parte dos Corretores das funções a seu cargo. Para assegurar a reunião na pessoa dos Corretores das necessárias

qualidades, exigiu a lei certas condições para a sua admissão; mas estas não bastavam para evitar as contingências a que a luta entre o interesse e o dever podia sujeitar a correcção de procedimento dos Corretores; portanto, a lei procurou ainda pô-los ao abrigo de certas tentações e, fixando bem os seus deveres, evitar-lhes dúvidas perigosas sobre a atitude a seguir em cada caso. Por isso a lei criou um sistema de obrigações e de proibições que impôs aos Corretores, robustecendo-as com a sanção de penas disciplinares, quando não civis ou penais.

É desse sistema que vamos agora tratar, notando, porém, desde já, que, além dos deveres impostos por lei, outros incumbem aos Corretores resultantes das circunstâncias próprias de cada negociação e, portanto, irreductíveis a fórmulas gerais. Por isso a apreciação do seu respeito ou inobservância é uma questão de facto que aos juizes compete observar em cada caso, exigindo do Corretor, quando a isso haja lugar, a justa responsabilidade imposta pelas normas do direito comum, se não pelas regras profissionais.

Já incidentalmente nos referimos a uma das proibições impostas aos Corretores, a de se associarem entre si para operações do seu comércio (art. 50º n.º 2º) e acerca dela nada mais temos a acrescentar ao que então ficou dito.

De resto, como norma geral, diz a lei que é proibido aos Corretores tudo o que seja contrário às disposições da lei e aos interesses dos seus comitentes (Cod. Com., art. 80º, nº 6º; Reg., art. 50º, nº 7º).

Ainda de carácter geral, é a norma que obriga os Corretores a terem o seu domicílio na praça para que foram nomeados (art. 52º). Procura esta disposição garantir por mais uma forma o exercício directo da sua profissão pelos Corretores e tem como complemento aquela outra disposição que manda o Corretor permanecer no seu camarim durante o período da sessão na Bolsa para aí receber os seus comitentes (Reg. das Bolsas, art. 35º).

Mas, além destas disposições mais ou menos vagas e genéricas, muitas outras estabelece a lei, que pela sua maior importância e complexidade carecem de ser estudadas em separado. A elas nos vamos referir com mais desenvolvimento no decurso do presente Capítulo.

## II. DA CAUÇÃO

Já anteriormente dissemos que os Corretores careciam de prestar caução para poderem tomar posse do seu cargo. Com efeito, a lei dispõe expressamente que os Corretores prestarão, antes de entrarem no exercício das suas funções, caução idónea ao bom desempenho do seu ofício (Cod. Com., art. 67º; Reg., art. 22º). E assim é que o Corretor nomeado, para poder tomar posse, tem que fazer acompanhar a respectiva petição de uma certidão autêntica da prestação da caução, enunciando a sua natureza e a circunstância de ter sido julgada idónea por despacho do Director Geral do Comércio e Indústria (art. 25º, nº 2).

Conquanto a prestação de caução seja uma condição de admissão ao cargo de Corretor, é necessário não ver nela a compra do cargo nem qualquer vestígio da antiga venalidade dos ofícios públicos. Se tal fosse o seu carácter, a caução ficaria pertencendo ao Estado, o que hoje não sucede, visto ela constituir unicamente uma garantia do bom procedimento do Corretor.

Com efeito, dispõe a lei que a caução fica especialmente obrigada às responsabilidades contraídas pelos Corretores nas operações em que intervierem (Cod. Com., art. 67º, § 1º; Reg., art. 31º), não podendo estar sujeita a quaisquer responsabilidades, contraídas pelo Corretor antes ou depois da sua prestação, que dimanem de contratos em que ele intervier sem essa qualidade (Cod. Com., art. 67º, § 2º; Reg., art. 33º).

Portanto, a lei estabelece um privilégio creditório sobre a caução em favor dos lesados, por algum acto culposo que o Corretor tenha cometido no exercício do seu cargo. Este privilégio é de direito estrito como todos os privilégios, e por isso não pode ser ampliado fora dos casos expressamente previstos na lei, o que tornaria dispensável a segunda parte da disposição legal, pois, estabelecida a sujeição da caução à responsabilidade proveniente de actos profissionais, implicitamente se proclamava a isenção da sua sujeição à responsabilidade derivada de quaisquer outros actos. Julgou, porém, o legislador conveniente reforçar a disposição, expressando claramente a conclusão que dela já se deduzia; nem tal meticulosidade se pode dizer censurável.

Portanto, para exigir qualquer responsabilidade da caução, é necessário provar que ela se funda num acto profissional do Corretor. Trata-se, pois, de

uma questão de facto que ao tribunal compete apreciar, o que será muitas vezes difícil pela extrema multiplicidade e variedade de operações que os Corretores podem praticar.

Como da lei claramente se deduz, não podem obrigar a caução actos que o Corretor pratica como um simples mandatário geral, e o mesmo sucede com os actos de especulação, que a lei proíbe, com as dívidas à fazenda nacional pelo não pagamento de contribuições devidas e, de um modo geral, com todos os contratos que o Corretor realiza com qualquer cliente, abstractando da sua qualidade de Corretor e com um carácter meramente pessoal.

A caução destina-se a garantir a segurança dos que contratam com o Corretor por actos da sua profissão; assim por exemplo, um indivíduo entrega ao Corretor as somas necessárias para lhe comprar certos títulos e este recusa-se depois a entregar-lhos; pode então o dito indivíduo exigir o reembolso das somas prestadas e a respectiva indemnização à custa da caução. Do mesmo modo, garante a caução o pagamento de todas as penas pecuniárias em que o Corretor seja condenado por actos do seu ofício.

É, em regra, o cliente quem pode exigir a prestação das somas devidas à custa da caução, mas o mesmo pode fazer um Corretor contra um seu colega, quando só ele tenha intervindo na transacção, ficando ocultos os nomes dos clientes.

Entende-se geralmente que a caução garante tanto o capital das dívidas resultantes de actos profissionais, como os juros das mesmas dívidas. A lei não marca prazo algum, dentro do qual se tenha de fazer valer o privilégio sobre a caução; este fica, portanto, sujeito às regras gerais sobre privilégios creditórios.

Nalguns países, além da caução oficial, têm os Corretores de pagar uma certa soma à Caixa comum da sua Câmara, destinada a garantir o cumprimento dos compromissos por eles assumidos para com os seus colegas. Tendo já demonstrado a necessidade de ser criada entre nós essa Caixa comum, não podemos deixar de reconhecer as vantagens que resultam desta forma suplementar de caução, e de propor a sua adopção pela nossa lei.

Também algumas legislações admitem e regulam a formação de uma sociedade entre o Corretor e outro indivíduo que o habilite com os recursos suficientes para prestar a caução. A nossa lei não proíbe tal prática, como já anteriormente demonstrámos a propósito das sociedades entre Corretores e

terceiros para a exploração do cargo, das quais esta é apenas uma forma especial. Melhor fora, porém, que a lei expressamente a admitisse e regulasse, determinando, como princípio fundamental, que uma parte dos valores dados em caução deveria pertencer em propriedade ao Corretor, afim de que este se não desinteressasse da sua sorte por completo. É também costume estabelecer um segundo privilégio sobre a caução, em favor do que emprestou os valores que a constituem; deste modo conseguem-se garantir os direitos, superiores sem dúvida aos de qualquer outro, que sobre esses bens tem o que os cedeu ao Corretor, sem que todavia se perima o fim principal que a caução é destinada a produzir, o qual se acha de sobejo garantido pelo primeiro privilégio existente.

A caução para os Corretores da primeira espécie e para os nomeados para mais de uma espécie de corretagem é de 8:000\$000 reis; para os das outras espécies é de 6:000\$000 reis (art. 28º). Exceptuam-se, porém, os Corretores existentes em 10 de Outubro de 1901, cuja caução continua a ser de importância igual à que até então lhes era exigida (art. 105º, § 2º). Entendemos que nada justifica este favor concedido pela lei aos antigos Corretores, em consequência do qual se impõem maiores encargos aos Corretores novos, sempre em piores condições do que os Corretores antigos, já conhecidos pelo comércio e tendo uma clientela formada e segura.

A caução pode ser prestada:

- a) em moeda corrente;
- b) em fundos públicos calculados 10 pontos abaixo da sua cotação no mercado;
- c) em hipoteca sobre propriedade, por metade do valor desta, consignado na respectiva matriz predial;
- d) por meio de fiança comercial idónea (art. 29º).

Na prática, a caução é usualmente prestada em fundos públicos ou por meio de fiança; os rendimentos desses fundos são recebidos pelos respectivos donos, quando o pagamento se efectua (art. 33º).

Nem em todos os países é exigida a caução; é claro que esta não pode existir onde falte o privilégio dos Corretores, de que ela é consequência natural. Mas, mesmo no regime privilegiado, dispensa-se por vezes a caução.

Alguns autores consideram também a caução perfeitamente inútil, atendendo à desproporção entre o seu valor e a cifra das operações que ela é destinada a garantir. Para ser eficaz tinha a caução de abranger elevadíssimas somas, cuja importância era impossível fixar, baseando-se em critérios seguros, pois de modo nenhum se pode avaliar, nem mesmo aproximadamente, a totalidade dos prejuízos pelos quais a caução pode ser chamada a responder. Além disso, a excessiva cifra da caução dificultaria o exercício da profissão do Corretor, pois muitos indivíduos poderiam reunir as condições de capacidade e de moralidade exigidas pela lei, mas poucos teriam, além disso, os recursos precisos para prestar a caução. De resto, dizem, esta tutela do Estado sobre o crédito dos seus cidadãos é exagerada e excessiva e a sua aplicação aos Corretores constitui uma odiosa medida de excepção, pois em todas as profissões se podem ter de pagar multas, sem que por isso seja necessário prestar caução. Portanto, concluem, o Estado deve-se limitar a fixar as condições de inteligência e de carácter necessárias para a admissão ao cargo de Corretor, deixando ao arbítrio dos interessados a apreciação da solvabilidade dos Corretores e a iniciativa de exigirem destes as garantias que julguem convenientes.

Sem dúvida, estes argumentos têm grande peso e far-nos-iam hesitar, por certo, se tivéssemos de propor entre nós a introdução da exigência da caução; porém, esse regime existe, sem despertar queixas por parte dos Corretores e com a aprovação dos comerciantes que nele encontram vantagens, e, portanto, julgamos que só poderia ser inútil e funesta a sua supressão. Demais, se é certo que a caução não basta para garantir todas as obrigações dos Corretores, é incontestável que é mais do que suficiente para assegurar a execução das penas pecuniárias, a que forem condenados; deste modo, o público sabe que, provada a responsabilidade do Corretor, a pena em que ele incorre não será meramente illusória, e nesse convencimento acha um sólido esteio para a indispensável confiança que lhe tributa.

Tendo estudado a caução nos seus princípios fundamentais, cumpre-nos agora expor as formalidades e termos do processo que se deve seguir para a sua prestação, para o seu reforço e para o seu reembolso.

Para prestar caução, o Corretor dirige um requerimento ao Director Geral do Comércio e Indústria, em que declara o valor que é obrigado a



caucionar e o modo por que quer prestar a caução, oferecendo logo a prova que tiver para demonstrar que a caução proposta é suficiente e idónea (art. 30º). Produz-se a prova oferecida e, no prazo de oito dias, o Director Geral decide se a caução é ou não idónea, comunicando a sua resolução ao requerente. Quando julgue a caução insuficiente, deve assignar ao requerente um prazo, dentro do qual ele poderá reforçar a caução ou a sua prova, seguindo-se os termos já ditos (art. 30º, §§ 1º e 3º). Da decisão final do Director Geral há recurso para o Ministro das Obras Públicas, Comércio e Indústria (art. 30º, § 2º). Se o Ministro não julgar a caução idónea, fica livre ao requerente reforçar a prova dada ou propor nova caução e nova prova, seguindo-se os termos já ditos (art. 30º, § 3º).

A caução deve ser mantida sempre com o seu valor intacto; por isso, quando o Corretor sofre uma condenação pecuniária, ou a paga pelos seus bens próprios ou é deduzida da caução, carecendo imediatamente de a completar; e o mesmo succede em todos os casos semelhantes que envolvam desfalque na caução. Para este fim se estabelece o reforço da caução, que, segundo a nossa lei, tem de ser feito, no prazo de 15 dias, nos seguintes casos:

- a) Quando, sendo constituída em títulos da dívida pública fundada, se conhecer pela cotação dos últimos dias de cada trimestre que não representa o valor legal;
- b) Quando o seu valor tenha diminuído pelo pagamento das multas em que o Corretor tenha incorrido;
- c) Quando tenha sido tirada alguma quantia para pagamento de responsabilidade, a que o Corretor estivesse sujeito para com os seus comitentes ou quaisquer terceiras pessoas (art. 34º).

Mas a lei não se limita a garantir, pela caução, o pagamento da dívida no valor correspondente; estabelece ainda novas garantias para o caso em que, executada a caução, a dívida se não ache completamente extinta. Assim, diz a lei que, quando o valor integral da caução não for suficiente para se tornar efectiva a responsabilidade do Corretor por negociações do seu officio, deverá este, dentro do prazo de 30 dias, garantir a responsabilidade,

ou com aumento da caução, ou por qualquer outro modo, o aprazimento das pessoas para com quem seja responsável (art. 35°).

O reforço da caução pode ser requerido pelos Corretores ou promovido officiosamente pela respectiva Câmara (art. 44°, n.º 6°), e é prestado pela mesma forma que a caução (art. 37°), dentro dos prazos já ditos (art. 34° e 35°). Se assim não suceder, o Corretor fica suspenso em quanto não fizer o reforço e, se continuar sem o fazer, é suspenso, pela primeira vez, por tempo de um ano e, em caso de reincidência, é demitido (art. 35°; conf. art. 77° e seg.).

Quando o Corretor abandona o seu cargo, é-lhe restituída a caução, como é de elementar justiça, mas para isso têm de se observar previamente certas formalidades. Segundo a nossa lei, quando o Corretor deixa por qualquer motivo de exercer definitivamente o seu officio, é-lhe entregue, ou a ele, ou a seus herdeiros e representantes devidamente habilitados no caso de falecimento, por despacho do Director Geral de Comércio e Indústria, toda a caução ou só a parte dela que ficar desembaraçada, depois de pagos quaisquer encargos a que estiver sujeita (art. 39° e § único).

Para esta entrega é necessário, porém, que não tenha havido reclamação em contrário ou que, tendo-a havido, haja sido julgada improcedente (art. 40°). Para que essas reclamações possam ser produzidas e apreciadas, manda a lei preceder a entrega da caução das formalidades seguintes: Apresenta-se primeiro o pedido de entrega, que constitui dependência do processo de julgamento da idoneidade da caução (art. 41°, § 1°). Tendo sido requerida a entrega, a Direcção Geral manda passar éditos que são publicados no *Diário do Governo* e num dos periódicos da localidade e afixados no lugar mais público da Bolsa, chamando quaisquer pessoas que contra ela queiram reclamar (art. 41°). A reclamação é deduzida em simples requerimento perante o tribunal do comércio, no prazo de trinta dias, e pode ser impugnada também em simples requerimento pelos interessados (art. 41° e § 2°). Quanto aos termos posteriores do processo é necessário distinguir, se carece ou não de prova testemunhal ou outra, com excepção da documental; no caso afirmativo, as partes são remetidas para os meios competentes, ficando suspensa a entrega (art. 41°, § 3°); no caso negativo, ouvido o secretário do tribunal, a reclamação é logo resolvida por sentença (art. 41°, § 2°).

### III. DA PRESTAÇÃO DO SEU OFÍCIO

A semelhança que os Corretores têm com os oficiais públicos, e o monopólio em que se acham investidos, têm como consequência necessária a obrigação imposta aos Corretores de prestarem os seus serviços a todos os que legitimamente os requeiram. De outro modo, dar-se-iam flagrantes absurdos; impondo a mediação dos Corretores aos que quisessem transacionar na Bolsa e permitindo a esses recusá-la livremente, teríamos como resultado que os Corretores, só a quem quisessem, permitiriam negociar na Bolsa. Por isso, dispõe a nossa lei, que o Corretor não pode sem motivo legal recusar-se a prestar os serviços do seu ofício a qualquer pessoa que os reclame e se prontifique a prestar as garantias que ele tenha direito de exigir, sob pena de responder por todas as perdas e danos a que a sua recusa tiver dado causa (Cod. Com., art. 75º; Reg., art. 55º). Em face desta disposição terminante da lei, é incontestável que, no caso de recusa injustificada do Corretor, pode o interessado queixar-se ao tribunal competente e exigir perante ele a indemnização por perdas e danos, a que a lei alude.

Mas, se esta obrigação é indispensável para a negociação de fundos, em que a lei exige a intervenção de Corretores e com relação aos quais estes podem alcançar as garantias bastantes como a lei reconhece e nós veremos adiante, o mesmo não sucede com respeito às letras; quanto a estas, a intervenção dos Corretores é só facultativa e até praticamente pouco usual, não dispondo eles da mesma facilidade de obter garantias. A isso atendeu a lei, que exceptuou da disposição geral acima exposta, as negociações sobre desconto de letras, com relação às quais os Corretores podem recusar os serviços do seu ofício quando as firmas intervenientes forem desconhecidas na praça e quando não tenham conhecimento algum, ou das circunstâncias, ou da solvabilidade das mesmas (Cod. Com., art. 75º, § único; Reg., art. 55º, § único).

A estas normas gerais devem-se introduzir, porém, algumas restrições, havendo casos em que os Corretores têm, não só o direito, como até a obrigação de não prestarem os seus serviços. O Corretor, ao iniciar uma operação, deve procurar garantir o seu seguimento normal e para isso carece antes de tudo de se informar e certificar da capacidade do seu cliente, sob

pena de ficar responsável pelos actos praticados, como qualquer mandatário em tal caso, segundo o direito comum.

Resulta esta doutrina da disposição legal, que obriga os Corretores a certificarem-se da identidade e capacidade legal para contratarem das pessoas em cujos negócios intervierem, e, quando se der o caso, da legitimidade das firmas dos contraentes (Cod. Com., art. 68º, nº 1º; Reg., art. 53º, nº 1º). Mais explicitamente, porém, consagra este princípio o Regulamento das Bolsas, dizendo que todas as pessoas que pretenderem licitar na Bolsa deverão previamente provar a sua idoneidade perante o Corretor, para este não se poder negar à execução das suas ordens (art. 46º).

Referiremos alguns dos casos mais dignos de menção, em que os Corretores se devem recusar a prestar os seus serviços. Assim, mencionaremos em primeiro lugar os falidos, que, como é sabido, ficam interditos pelo que respeita aos seus bens (Cod. de Fal., art. 16º). Mas, para que o Corretor recuse os seus serviços ao falido, será necessário que tenha sido judicialmente declarada a falência ou bastará o simples facto da cessação de pagamentos?

Entendemos que é necessário ter havido sentença declaratória da falência, pois só esta é que opera a interdição do falido. É certo que a alienação de bens depois da cessação de pagamentos é feita geralmente no intuito de defraudar os credores, mas não é menos certo que só pela declaração judicial a falência assume natureza e efeitos jurídicos, e que a recusa do Corretor em prestar os seus serviços, antes dessa declaração, equivaleria a uma difamação e produziria graves distúrbios na vida comercial. Por analogia de razão, poderão também os Corretores, em certos casos, recusar os seus serviços a uma sociedade em liquidação.

Devem os Corretores recusar-se igualmente a vender quaisquer bens inalienáveis. Assim, não devem vender os bens averbados com a cláusula de dote (Cod. Civ., art. 1149º), salvo a competente autorização judicial, nos termos dos artigos 601º e seguintes do Código de Processo Civil; nem os bens com a cláusula de usufruto (Cod. Civ. art. 2197º e segg., pr. 2206º) ou pertencentes a menores ou a interditos, sem o cumprimento das necessárias formalidades legais (Cod. de Proc. Civ., art. 657º e segg.). Igualmente, se deve o Corretor recusar a vender os bens dos municípios e

estabelecimentos públicos, que para tal venda se não mostrem devidamente autorizados (conf. Cod. Adm., art. 56º, nº 4º, 18º, nº 3º).

Do mesmo modo se deve recusar o Corretor a negociar as acções e obrigações não admitidas à cotação oficial (Reg. das Bolsas, art. 22º) e as acções não negociáveis (Cod. Com. art. 169º). O Corretor que negociar papéis de crédito não devidamente selados, sujeita-se à multa do dobro do imposto devido, pela primeira vez, do quántuplo, pela segunda, do décuplo, pela terceira, e de vinte a cinquenta vezes a dita importância, pelas reincidências seguintes (Reg. de 9 de Agosto de 1902: confr. dos art. 134º e 135º, 210º e 211º alínea a).

Também com relação aos títulos perdidos ou roubados pode o Corretor incorrer em certos casos em severa responsabilidade. A nossa lei não regula em especial as transferências destes títulos, mas é de uso corrente ser comunicada aos Corretores uma nota dos títulos nessas condições para eles os não negociarem. Tendo recebido essa nota e não conferindo com ela os títulos recebidos para vender, mormente quando sejam de pessoa desconhecida, o Corretor torna-se culpado de negligência e fica sujeito à responsabilidade por todos os prejuízos causados, nos termos gerais de direito. Na falta, porém, de tal nota, é claro que o Corretor não pode inquirir da autenticidade de todos os títulos que recebe, nem portanto ficar responsável pela sua negociação. Enfim, trata-se aqui mais de uma questão de facto do que de uma questão de princípios e a regra, a prática a seguir, deve ser a da responsabilidade do Corretor em caso de culpa ou negligência da sua parte, e a da sua irresponsabilidade no caso contrário. Bom seria, contudo, que entre nós se regulassem de uma forma precisa e clara as consequências das negociações de títulos perdidos ou roubados.

#### **IV. DO EXERCÍCIO DO COMÉRCIO POR CONTA PRÓPRIA**

Uma das proibições mais importantes de entre outras que se costumam impor aos Corretores, é a que os inibe de comerciar, à qual já por várias vezes temos feito referência. Segundo a nossa lei, é proibido aos Corretores exercer em comércio por conta própria (Cod. Com., art. 80º, nº 1º; Reg.,

art. 50º, nº 1º). Além disso, dispõe a lei que não podem ser seguradores ou tomadores sobre si de riscos comerciais (Cod. Com. art. 80º, nº 2º; Reg., art. 50º, nº 3º).

Várias razões justificam este princípio. Os Corretores têm de se manter sempre neutrais, alheios e superiores à especulação; de outro modo violam o mandato que lhes foi confiado, e põem em perigo de ruína os clientes, que neles depositaram absoluta confiança. O mandatário tornar-se-ia um concorrente, se pudesse especular por sua conta, e um concorrente temível, pois, conhecendo as intenções dos seus clientes, delas se poderia aproveitar fraudulentamente<sup>153</sup> e desnaturaria a função da Bolsa, exercendo pressão sobre os cursos e falseando consequentemente a cotação oficial, de modo a garantir o êxito das operações em que estivesse interessado.

O Corretor comerciante não conservaria para com os diversos valores que é encarregado de negociar, a imparcialidade devida, procurando a seu gosto fazer subir ou descer a respectiva cotação. Em vez de tomar a peito os interesses do seu cliente, aproveitar-se-ia do conhecimento que tem das suas condições particulares para o explorar, impondo-lhe um preço mínimo ou exagerado, quando compreendesse que ele tinha uma necessidade urgente de efectuar a venda ou a compra. Abusando do segredo profissional<sup>154</sup>, poderiam os Corretores escolher para si as operações, que lhes fossem vantajosas, ainda que prejudiciais aos seus clientes, cujos nomes poderiam conservar ignorados. O carácter especulativo assumido pelos Corretores traficantes tornaria inadmissível o exercício por eles da função de vigilância nas Bolsas, que a lei lhes confia.

---

<sup>153</sup> N. E.: *Um exemplo de uma actividade concorrente do cliente e a que alguns intermediários não resistem é conhecida por "front running": sabendo que o cliente pretende, por exemplo, fazer a uma compra até um preço máximo de 100, se no mercado houver ofertas de venda desse activo a 90, a operação abusiva inicia-se com o Corretor comprando para a sua carteira a 90, para uma subsequente revenda imediata a 100 para o seu cliente comprador. Por isso é que, quando na legislação moderna – veja -se o art 347º do Código dos Valores Mobiliários – um Corretor pode também comprar e vender autonomamente, as ordens respectivas só podem ser executadas contra a sua carteira depois de expostas ao mercado com o qual deverá prioritariamente chegar a acordo.*

<sup>154</sup> N. E.: *Dispondo o Corretor de uma espécie de informação privilegiada relativamente às intenções dos seus clientes, será de ponderar se não estará ele a incorrer no crime de Abuso de Informação, previsto no art. 378º do actual Código dos Valores Mobiliários.*

*“Não pode haver segurança para o comerciante, diziam com razão os autores do Código Comercial francês, desde que o intermediário não conserve um carácter de neutralidade absoluta entre os contratantes que o empregam; desde que o seu interesse pode estar ligado directa ou indirectamente à negociação em que intervêm, engana necessariamente uma das duas partes e muitas vezes ambas. As funções de um agente intermediário consistem em aproximar o comprador e o vendedor e fazê-los concordar sobre o preço da coisa, a sua entrega e o seu pagamento. Quando o mercado está reciprocamente concluído, as suas atribuições cessam, o seu mandato acaba-se cumprido. Quando um agente intermediário se torna em certo modo parte num tratado, quando efectua a sua execução, perde o seu carácter de neutralidade e a sua afirmação não pode ser admitida. Um agente intermediário que realiza por conta própria operações comerciais viola todos os princípios que constituem a sua profissão; atraiçoa simultaneamente a confiança pública e a confiança do comércio; não é na maioria dos casos senão um rival enganador, um concorrente perigoso, que usurpa direitos ilegítimos, tomando um carácter que não lhe pertence. Os Corretores são intermediários; a lei, confiando-lhes o direito de justificarem a verdade e o preço das negociações em que intervêm, tem de os considerar somente como agentes absolutamente passivos”.*

Assim também um autor chega a declarar que, suprimida esta proibição, melhor seria suprimir de vez o próprio ofício, pois seriam inúteis todas as mais precauções que se tomassem para garantir o seu bom desempenho. É certo que, mesmo em face da disposição actual, as infracções na prática são inevitáveis em certos casos; mas o seu carácter ilícito e punível, dificultando a sua realização, torna-as mais raras, quando não garanta por completo a sua supressão.

A rigor, é certo que só se torna inconveniente o exercício do comércio de Bolsa pelos Corretores, podendo-lhes ser permitida a prática de outros actos comerciais; só nas operações de Bolsa há a reccar o perigo de que o Corretor, interessando-se no contrato, engane os seus clientes. Mas as operações de Bolsa abrangem todo o comércio, e dificilmente poderia um indivíduo ser comerciante sem que praticasse nenhuma operação, que,

ainda que só indirectamente, viesse influir na Bolsa. Além de dúbia e difícil para o próprio Corretor, a sua capacidade comercial limitada e parcial tornaria difícil a fiscalização do cumprimento da proibição legal, já hoje por vezes iludida. Além de tudo, porém, a razão fundamental encontra-se no carácter aleatório de toda a especulação mercantil que, sujeitando o Corretor a prejuízos graves e até à completa ruína, viria a constituir uma ameaça constante para os seus clientes e tornaria impossível por parte destes a confiança absoluta que se exige para o bom andamento das transacções de Bolsa.

A proibição legal refere-se ao exercício do comércio directamente ou por interposta pessoa, isto é, por caixeiros, comissários, etc. (art. 50º, nº 1º). Da generalidade da disposição legal, vê-se que ela abrange, não só o exercício da profissão de comerciante, como todo e qualquer acto de comércio; assim, o Corretor não poderá endossar, sacar letras, etc. Por isso, não compreendemos a razão por que o legislador proibiu em especial o seguro contra riscos comerciais que, constituindo acto de comércio (Cod. Com., art. 425º e seg. e 595º e seg.), se achava já incluído na disposição geral. A repetição de tal proibição, que só pode originar dúvidas e confusões, parece-nos altamente inconveniente.

A disposição legal, porém, suscita dúvidas para certos casos; assim, a aquisição de títulos de uma sociedade comercial será ou não permitida a um Corretor? Em princípio parece que não, pois a compra e venda de partes ou de acções de sociedades comerciais constitui um acto de comércio (Cod. Com., art. 463º, nº 5º) e, permitindo-se a entrada de Corretores em empresas comerciais, conseguir-se-ia sancionar fraudulentamente todos os perigos e abusos que a lei teve em vista evitar. De qualquer maneira que o Corretor seja interessado numa exploração comercial, perde por isso o carácter de neutralidade que a lei reclama, e, para garantir este, o único meio eficaz consiste em lhe impor a obrigação legal de não ter interesse nenhum dessa natureza.

Em França considera-se geralmente que a negociação de títulos de sociedades comerciais deve ser ou não permitida aos Corretores, consoante o fim a que se destinar. A compra para revenda é necessariamente comercial e proibida; pelo contrário, a compra como colocação de capitais ou



emprego de fortuna pessoal, a qual se caracteriza pela longa conservação dos títulos nas mãos do seu adquirente, é permitida. Trata-se, pois, de uma questão de facto que ao tribunal compete decidir.

Entre nós, deve-se seguir a mesma doutrina. Com efeito, o Regimento proíbe aos Corretores fazerem operações sobre fundos de companhias ou sociedades, de cujos corpos gerentes façam parte (art. 50º, nº 1º). Portanto, admite que os Corretores possam gerir sociedades comerciais, o que só é possível sendo proprietários de títulos dessas sociedades (Cod. Com., art. 151º e seg., 172º e 203º); E é claro que, admitida a aquisição de tais títulos, não pode deixar de ser igualmente admitida a sua alienação; seria absurdo forçar o Corretor a conservar eternamente um título que tivesse comprado.

Quanto às sociedades civis, não há dúvida alguma de que o Corretor pode fazer parte delas, visto que isso nada tem com o exercício do comércio. Podendo o Corretor adquirir e vender títulos comerciais para colocação dos seus capitais, por maioria de razão, pois sujeita-se a menos perigos e menos directamente se envolve em especulações comerciais, pode adquirir, com o mesmo fim, fundos públicos.

Mas qual é a sanção desta proibição? Segundo alguns autores, deve ser a nulidade da transacção efectuada de encontro ao preceito legal; sendo este de ordem pública, pois destina-se a garantir um interesse geral, da mesma natureza compartilha a sua violação, sendo, portanto, insanável a nulidade da transacção, de que ela deriva.

Não nos parece, porém, aceitável esta doutrina. Não se trata de uma incapacidade que vicie o acto pela falta do consentimento legal de uma das partes e o torne nulo, mas sim de uma infracção de uma norma especial, sem a qual o acto reuniria todos os requisitos necessários para a sua validade. A essa norma especial só pode corresponder uma sanção especial, que a lei expressamente estabeleça e que é, entre nós, uma das penalidades estabelecidas no art. 82º do Regimento, as quais são aplicáveis em todos os casos de infracção do mesmo Regimento (art. 83º). As partes, portanto, não ficam desobrigadas, em virtude da ilegalidade que o Corretor praticou, unicamente os contratantes prejudicados, quando os haja, poderão exigir do Corretor a respectiva indemnização.

## V. DO CONTRACTO DIRECTO OU DO INTERESSE DOS CORRETORES NAS OPERAÇÕES REALIZADAS POR SUA MEDIAÇÃO

296

Incumbindo unicamente aos Corretores servirem de intermediários para a realização de um negócio, é-lhes inibido interessarem-se directamente nele. Já esta proibição resultava claramente da proibição de exercer comércio por conta própria, pois as operações, a que o Corretor serve de intermediário, são comerciais e, portanto, interessar-se nelas constitui um acto de comércio. Porém, a nossa lei não se contentou com a disposição genérica e um pouco vaga que anteriormente estudámos, e dispôs expressamente que é proibido aos Corretores adquirirem para si valores ou títulos de cuja negociação estiverem incumbidos, salvo tendo de responder por faltas do comprador para com o vendedor (Cod. Com., art. 80º, nº 3; Reg., art. 50º, nº 4).

Fácil é de explicar, em vista desta disposição, qual a operação que se deve ter como regular e qual a ilegal. A operação regular é a seguinte: **A**, negociante ou especulador, encarrega o seu Corretor **B** de lhe vender 10 Inscrições de 3 %. Este deve encontrar um indivíduo disposto a adquirir 10 Inscrições. O preço é fixado pelo curso corrente e a operação concluída pelo Corretor; **B** entrega depois o dinheiro a **A**, recebendo a sua corretagem.

A operação irregular difere sensivelmente desta. **B**, que deseja adquirir o número de Inscrições que **A** o encarregou de vender, já não se dirige a um terceiro **C**. Acha mais simples ou mais vantajoso comprar a **A** os títulos que ele possui. Suprime-se assim um dos contratantes e o Corretor efectua o negócio por sua conta, entregando ao cliente o dinheiro das Inscrições, que ele lhe mandou vender.

É certo, porém, que as legislações modernas admitem em alguns casos a negociação directa feita pelo Corretor, e o mesmo faz a nossa quanto aos comissários em geral, dispondo que estes, nas comissões de compra e venda de letras, fundos públicos e títulos de crédito que tenham curso em comércio, ou de quaisquer mercadorias e géneros que tenham preço de Bolsa ou de mercado, podem, salva estipulação contrária, fornecer, como vendedores, as coisas que tinham de comprar, ou adquirir para si, como compradores, as coisas que tinham de vender, salvo sempre o seu direito à remuneração (Cod. Com., art. 274º).

Na teoria tem sido esta questão bastante discutida. Alguns entendem que deve ser permitido ao Corretor oferecer directamente a contra-parte ao seu cliente, ao passo que outros condenam em absoluto essa prática.

Os defensores do sistema do contrato directo do Corretor entendem que, quando subordinado às devidas garantias – tais como, a sua limitação aos valores oficialmente cotados, realização pelo preço constante da cotação oficial, exigência do consentimento do cliente antes da execução da transacção, comunicação imediata a este das condições em que ela foi realizada, etc., – só pode ser vantajoso. Visto que a cotação é que determina o preço do contrato, não há receio de que o Corretor prejudique o seu cliente; ele tem de realizar a operação em condições prefixadas<sup>155</sup> e, portanto, mantém a necessária imparcialidade; não há lugar a nenhuma opposição de interesses entre ele e o seu cliente. O contrato directo, impedindo que algumas operações influam na cotação<sup>156</sup> e permitindo ao Corretor lutar contra os caprichos do mercado, evita muitas vezes as grandes oscilações das cotações, sempre prejudiciais.

É, sobretudo, nas épocas de crise, que mais se fazem sentir os inconvenientes desta inércia forçada dos Corretores; nessas ocasiões o pânico geral faz afluir à Bolsa enormes quantidades de títulos para vender; o Corretor, mais sereno e bem orientado do que o público, sabe que essa baixa dos títulos é meramente ocasional e, portanto, não hesitaria em os comprar contrariando a baixa; com a proibição, porém, da lei, o Corretor nada pode fazer, e a baixa crescente é fatal. Quando os títulos que afluem ao mercado são fundos públicos, é que principalmente se faz sentir o inconveniente da não intervenção dos Corretores, pois a sua baixa afecta o crédito de todo o país.

É certo que o Corretor, livre de contratar directamente com o cliente, se aproveitará, em detrimento deste, das oscilações do curso, adquirindo

---

<sup>155</sup> N. E.: *O problema é que o próprio Preço de Mercado poderá sempre ser influenciado pela ordem que é executada pelo Corretor – actuando como contraparte – se não a expuser previamente ao mercado. Por isso o melhor é deixar a ordem chegar ao mercado e só depois, não sendo efectuada, o Corretor tomar supletivamente posição nessa transacção. Ver o que o próprio autor refere mais adiante.*

<sup>156</sup> N. E.: *Isto assume que o Corretor genérico – não encarregado de ser Especialista do título em causa – sabe detectar as ordens abusivas recebidas dos seus clientes e pretende evitar os seus impactes negativos no mercado.*

sempre os títulos pelo preço mínimo do dia<sup>157</sup>; mas este inconveniente é inevitável, ainda quando a contra-parte seja dada por terceiro, pois o Corretor conseguirá sempre, por artifícios de escrituração, simular a venda por um preço inferior àquele por que realmente a efectuou, defraudando assim o cliente. Notam ainda os defensores do contrato directo, que este poderia ser inconveniente antigamente, em que havia menos conhecimento das operações de Bolsa e em que o Corretor servia ordinariamente de conselheiro e de guia ao seu cliente; mas hoje nada disso sucede, pois a grande expansão da riqueza mobiliária e das suas transacções tornou os especuladores mais cautos e instruídos<sup>158</sup> e os Corretores ordinariamente não aconselham, nem de modo algum influem, nas ordens dadas pelos seus clientes. Os mais tolerantes dos escritores, que partilham desta opinião, reconhecem que a proibição do contrato directo pode ser vantajosa nas épocas de prosperidade, em que as negociações se efectuam com grande facilidade, mas consideram-na inadmissível nas épocas de perturbação e com relação aos títulos que raramente são objecto de transacções<sup>159</sup>, pois, observam, é bem preferível permitir o contrato directo a tornar impossível a realização da venda ou a obrigar o vendedor a descer continuamente os seus preços para conseguir achar comprador. Além disso, o contrato directo é ainda o mais prático de todos os contratos de Bolsa, por se efectuar rapidamente e com menos formalidades.

Porém, a opinião que condena o contrato directo, funda-se em argumentos bem mais valiosos ainda do que os expostos e que sucintamente vamos

---

<sup>157</sup> N. E.: Este “truque” de comprar para a carteira do próprio Corretor pelo preço que, no final do dia, se verificou ter sido o mais baixo da sessão (ou de vender dessa carteira ao máximo preço do dia) deixou de ser possível a partir do momento em que as ordens passaram a receber um carimbo com o minuto e segundo da sua entrada na Bolsa, e que o mesmo acontece com o instante de realização de cada transacção na sessão. Os clientes podem depois comparar os preços que obtiveram com os que se verificaram no momento da sua ordem.

<sup>158</sup> N. E.: Não se trata de haver mais ou menos literacia financeira, mas sim de o cliente do Corretor desconhecer ao segundo o que se vai passando na sessão de Bolsa. Esta é uma vantagem que o Corretor tem sempre sobre o seu Cliente, por muito preparado tecnicamente que este esteja em matérias financeiras.

<sup>159</sup> N. E.: O problema da liquidez não deve ser confundido com a capacidade de o Corretor ser contraparte nas transacções. É claramente uma vantagem a existência de “market makers” para as emissões naturalmente menos líquidas, mas nem todos os Corretores quererão ou terão condições para se comprometerem com essa actividade. Além do mais, tem de ser público quem “faz mercado” sobre que valores mobiliários.

referir. É incontestável que este contrato desnatura a função do Corretor, tornando-o antagonista do seu cliente, de quem deve ser auxiliar. O cliente, em virtude da situação e dos conhecimentos especiais do Corretor, escolhe-o para seu mandatário, procurando os seus conselhos e a sua direcção; numa palavra, torna-se seu aliado na luta de tão desencontrados interesses que se debate na Bolsa; a igualdade do interesse do Corretor, em qualquer operação que o cliente realize, pois apenas recebe o lucro da corretagem, permite a este depositar nele a mais absoluta confiança, sabendo que nenhum interesse próprio e oculto o pode impelir a aconselhar-lhe um negócio de preferência a outro. Se, porém, a contra-parte for oferecida pelo Corretor, tudo se altera: o Corretor torna-se o antagonista do seu cliente, procurando impor-lhe a compra dos títulos que ele possui e que não têm colocação fácil ou por qualquer motivo se acham desvalorizados; mais ainda, torna-se o inimigo, por vezes, do público em geral, procurando, por fictícias transacções, alterar a sinceridade das cotações em seu proveito, ainda que em detrimento de todos os mais.

Com razão, escreve GRÜNHUT:

*“Em virtude da confiança eminente, que comporta o lugar de Corretor, parece sobretudo inadmissível que o Corretor, cujo dever é ter em vista e proteger os interesses do comitente, intervenha ele mesmo como contratante, que se coloque assim numa situação em que os seus próprios interesses de parte estão em oposição absoluta, e crie uma ocasião de conflito entre a execução do seu dever, como Corretor, e o seu próprio interesse, como comprador ou vendedor... Não se pode negar que, se o Corretor tiver de escolher entre o seu próprio interesse e o interesse do seu comitente, o interesse deste será fracamente defendido e, em geral, completamente sacrificado”.*

O contrato directo, tal como costuma ser praticado, isto é, sem conhecimento do cliente, envolve uma fraude e deve ser nulo juridicamente. O cliente encarregou o Corretor de um mandato que ele não desempenhou, mas não celebrou com ele venda alguma; a esta, falta pois o consenso de uma das partes, sem o qual não pode subsistir. Demais, tendo exposto já o antagonismo que o contrato directo substitui à união de interesses,

é fácil de concluir a necessidade que o cliente tem de conhecer a verdadeira situação do Corretor, de saber se o deve ter por um mandatário, defendendo os seus interesses, ou por um contratante, contrário a eles. Por isso, o contracto directo nestas condições deve ser nulo de direito; e, conquanto a nossa lei só se refira à aquisição de valores pelo Corretor, entendemos que igual sanção se deve aplicar à venda por ele efectuada.

A este argumento, que por isso não tem grande valor, responde-se, limitando o contrato directo aos casos em que for autorizado pelo cliente interessado. Mas, não é só analisando os elementos jurídicos da transacção que a fraude se descobre; na prática manifesta-se de mil modos e assim é que nas praças mais importantes, em que os Corretores dos mercados livres efectuam continuamente contratos directos, estes ocultam o seu interesse numa dada transacção e ao mesmo tempo procuram persuadir o público a realizá-la por meio de agentes, de jornais, de brochuras, etc.

Assim é que o contrato directo altera completamente o carácter da profissão de Corretor. Este, de medianeiro legal, converte-se num agente de negócios, com a agravante de ser indicado pela sua posição oficial à confiança do público. A fraude é evidente, pois o Corretor, simulando ser medianeiro, em vez de desaparecer depois de relacionar as partes entre si, única missão que lhe incumbe, elimina uma destas e torna-se parte directamente interessada no contrato. Deste modo, o Corretor desvirtua o seu carácter de quase oficial público e, sujeitando-se às eventualidades da especulação mercantil, compromete gravemente, e com prejuízo geral, a sua solvabilidade.

A fixação do preço do contrato directo pela cotação legal não constitui uma garantia suficiente, tanto mais que o uso daquele contrato conduz à adulteração das cotações. A cotação não existe de per si, resulta simplesmente das transacções efectuadas pelos concorrentes à Bolsa. Ora, o contrato directo permite a realização particular de muitos negócios, que assim deixarão de se fazer na Bolsa e, não figurando na cotação, destruirão a sinceridade desta que, por tantos motivos, tão necessária é.

As funções que se pretendem atribuir aos Corretores, como reguladores da Bolsa e repressores dos seus pânicos, são completamente alheias à sua missão e ao seu carácter. Os intermediários da Bolsa não podem nem devem dirigir o mercado; são meros instrumentos dele. De outro modo,

a Bolsa perderia a utilidade económica que a recomenda, passando a ser dominada por artifícios e manejos de um grupo de indivíduos empenhados em combater os desejos e as tendências do público, que na Bolsa se manifestam e que se revelam claramente nas suas cotações. Só aos interessados, e designadamente ao Estado no exemplo que apontam os nossos adversários, cumpre empregar os meios convenientes para obstar à baixa dos seus títulos; de facto, há vários exemplos de compras de fundos feitas pelo respectivo Estado para impedir o aviltamento do seu preço.

É certo que as oscilações dos cursos fornecem, em qualquer regime, lucros ilícitos aos Corretores, mas este abuso tornar-se-á muito mais fácil e geral, quando o Corretor possa efectuar o contrato por sua conta. Pode-se exigir que o contrato se efectue ao preço corrente do dia, que o Corretor comunique imediatamente por telegrama ao cliente as condições em que efectuou a operação e ainda outras garantias; mas nem assim os abusos serão evitados. Os cursos variam constantemente e o Corretor não deixará de efectuar a transacção pelo preço menos favorável para o cliente e mais vantajoso para ele; é certo que, num pequeno prazo, as diferenças não são muito grandes, mas, por pequenas que sejam, constituem somas importantes, quando multiplicadas pelo grande número de títulos que fazem objecto de algumas operações.

Nem mesmo quando o contrato se tenha de fazer a um preço rigorosamente fixado pelo cliente, o que raras vezes sucede, é indiferente a liberdade ou a proibição do contrato directo; ainda quando o preço haja sido fixado, o mandatário deve, podendo, vender mais caro ou comprar mais barato, o que decerto não fará, quando seja ele próprio quem realize o contrato.

É verdade que, em virtude da extensão das operações de Bolsa nos tempos modernos, se tem divulgado mais o conhecimento das suas regras e condições, mas, se todos as conhecem superficialmente, poucos estão ao facto dos mil expedientes e artifícios que na Bolsa podem e costumam ser empregados. Talvez que para os banqueiros e especuladores profissionais não houvesse grande inconveniente na permissão do contrato directo, pois eles saberiam tomar as precauções necessárias, mas não é só dos seus interesses que a lei se deve ocupar; a esta cumpre salvaguardar as conveniências do grande público e não as de uma categoria especial de cidadãos.

Demais, o contrato directo pode-se prestar a mil manejos fraudulentos que, pelo seu carácter acentuadamente técnico, nos abtemos de referir. Citaremos apenas um, para exemplo. Suponhamos, que um Corretor deseja comprar um certo título e que recebe ordens importantes de venda do mesmo título; para fazer descer a cotação, como lhe convém, porá em venda uma parte dos títulos dos clientes e fará saber que tem ainda uma grande porção de títulos para vender; como é sabido, a oferta provoca a descida das cotações e assim o Corretor poderá exagerá-la, aproveitando-se depois dela para realizar a compra que pretende.

Em vista de todas as razões apresentadas, bem fez a nossa lei em proibir o contrato directo do Corretor com o seu cliente. Como, porém, o cliente não figura muitas vezes no contrato, ficando o Corretor responsável pela sua execução, pode o Corretor ser obrigado em certos casos a realizar um contrato directo. Se, com efeito, um cliente encarrega um Corretor de comprar certos títulos, sem que o seu nome figure no contrato, e se, realizada a venda, o cliente se nega a cumprir o contrato, o Corretor que se tornou responsável pela sua execução é obrigado a ficar com os títulos. Dá-se pois um contrato directo e a lei expressamente o permite (Cod. Com., art. 80º, nº 3º; Reg., art. 50º, nº 4º). O carácter especial e pouco vulgar de tal transacção e a sua necessidade, em face dos princípios gerais que regulam a responsabilidade dos Corretores, justificam de sobejo a excepção legal.

A lei não fala na venda de títulos feita pelos Corretores aos seus clientes. De facto, logo que o Corretor não pode adquirir títulos para si, também não os pode vender, porque os não tem. Porém, a hipótese, que citámos, quanto à inexecução das obrigações pelo comprador, pode dar-se também por parte do vendedor. Se este se recusar a entregar os títulos, o Corretor, responsável pela execução do contrato, terá que os adquirir para os entregar ao comprador; simplesmente aqui o Corretor não realiza acto nenhum por si próprio, visto que a compra de títulos, com quanto paga à sua custa, é feita para o seu cliente. Talvez por isso, a lei não julgou necessário regular esta hipótese, mas teria sido melhor fazê-lo para mais clareza e segurança.

A lei não se limitou, porém, a impedir o Corretor de tomar parte directa no negócio; procurou ainda evitar que nele se interessasse indirectamente e por isso lhe proibiu prestar caução, quer no próprio escrito do contrato



feito por sua intervenção, quer em separado, quer noutros (Cod. Com., art. 80º, nº 4º; Reg., art. 50º, nº 5º). Portanto, o Corretor não pode prestar caução à execução do contrato nem no próprio título do contrato, nem num título separado e independente, nem por meio de qualquer outro contrato. Com efeito, assumir a garantia da execução de um contrato equivale a participar nele e assim teriam os Corretores, na prestação de caução, um meio de, iludindo a disposição legal, negociarem e especularem por sua conta. Para manter a neutralidade e o desinteresse dos Corretores que a lei pretende, tornava-se pois necessário inibi-los de caucionar qualquer contrato.

#### **VI. FORMA DE REALIZAÇÃO DAS TRANSACÇÕES; SUAS GARANTIAS**

A lei estabelece algumas obrigações dos Corretores, quanto à realização das operações em que intervêm. Em primeiro lugar, cumpre-lhes, como sabemos, certificarem-se da identidade e capacidade legal para contratarem dos seus clientes e, quando se der o caso, da legalidade das suas firmas (Cod. Com., art. 68º, nº 1º; Reg., art. 53º, nº 1º).

Verificada a idoneidade dos clientes, pode o Corretor propor os negócios de que for encarregado, fazendo-o com exactidão e clareza e procedendo de modo que os contraentes não possam ser induzidos em erro (Cod. Com., art. 68º, nº 2º; Reg., art. 53º, nº 2º).

Anunciada a operação na Bolsa, nos termos legais (Reg. das Bolsas, art. 33º e 34º), e havendo um licitante que a aceite, incumbe ao Corretor concluir a transacção. Para este fim, quando se trate da negociação de títulos endossáveis, é ele obrigado a haver do cedente os respectivos títulos e a entregá-los ao cessionário, a receber deste o preço e a satisfaze-lo àquele, salvo se outro for o uso da praça ou se os contraentes tiverem estipulado fazer essas entregas diversamente (Cod. Com., art. 68º, nº 6º; Reg., art. 53º, nº 6º). Finalmente, e de um modo geral, são os Corretores obrigados a assistir à entrega das coisas vendidas por sua intervenção, sempre que isso seja exigido por qualquer dos contraentes ou quando esse for o uso da praça (Cod. Com., art. 68º, nº 7º; Reg., art. 53º, nº 7º).

Como o Corretor responde pela execução do contrato, em certos casos, e como não pode deixar de prestar o seu ofício, ainda quando desconfie da solvabilidade do cliente, é natural que lhe seja permitido precaver-se com as garantias necessárias contra os riscos a que a insolvência do cliente o pode expor. A nossa lei permite-lho expressamente (Cod. Com., art. 76º, § 1º; Reg., art. 71º, § 1º). Nas operações a contado, a garantia consiste geralmente na entrega antecipada do dinheiro ou dos valores a vender<sup>160</sup>. Assim, realiza-se como que uma execução antecipada do contrato, que põe o Corretor ao abrigo de eventualidades desfavoráveis a que a especulação pode sujeitar o seu cliente.

Como o fim da garantia é cobrir o Corretor contra certos riscos, chamam-lhe os franceses cobertura (*couverture*), quando aplicada às operações a prazo. Entre nós, chama-se-lhe simplesmente “caução”.

Com efeito, em França, as operações a prazo liquidam-se geralmente pelo pagamento de diferenças de cotação<sup>161</sup> e, por isso, não só seria inútil como prejudicial exigir a entrega antecipada de valores ou dinheiro.

*“Nas operações a prazo, diz BOZÉRIAN, não se depositam nunca os títulos nem o dinheiro, as exceções são tão raras que nem vale a pena falar nelas. Não é uma concessão benévola por parte do Corretor, é uma consequência do facto de, na maioria dos casos, essas palavras de compra e venda servirem unicamente para dissimular jogos de Bolsa, que se resolvem no dia do prazo pelo pagamento ou liquidação de uma diferença. O Corretor, portanto, tem apenas que se garantir contra a eventualidade do não pagamento dessa diferença, quando a sorte for desfavorável ao seu cliente. É para atingir esse*

---

<sup>160</sup> N. E.: Note-se que esta exigência – de comprovação antecipada da disponibilidade dos títulos para venda, ou dos capitais para pagamento das compras – não costuma ser feita aos bancos, o que lhes permite colocarem ordens na Bolsa, mesmo sem esses activos. Como só depois de confirmada a operação é que os bancos vão procurar obter os fundos ou os títulos para fazerem a respectiva entrega, todas as Bolsas costumam deixar passar 3 dias úteis entre o momento do acordo obtido na Bolsa e a sua efectiva liquidação. Tanto mais que muitas compras e vendas se fazem fora de fronteiras, exigindo por isso um pouco mais de tempo de intervalo.

<sup>161</sup> N. E.: Imagine-se um contrato Futuro para adquirir 100 acções a 20 unidades monetárias (u.m.) cada uma. Se na data de maturidade desse Futuro cada acção estiver a 19 u.m., o cliente comparador do Futuro perderá 1 u.m. em cada um das 100 acções. Portanto, no final do Futuro, o investidor recebe ou paga apenas a diferença entre a cotação real final e a inicialmente acordada nesse contrato, multiplicada pelo número de títulos envolvidos em cada Futuro.

*fim que, antes de executar as ordens de compra ou venda a prazo, o Corretor tem o costume de fazer depositar nas suas mãos: numerário, fundos, papéis ou títulos de um valor pouco mais ou menos igual à cifra, a que, segundo as suas previsões, se poderá elevar a diferença. Este depósito chama-se couverture<sup>162</sup>.*

Acerca destas garantias nas operações a prazo e nos jogos de Bolsa, suscitam-se várias questões, de que não temos agora que tratar. Notaremos, porém, que na Bolsa de Lisboa só se exige caução, em certos casos, para as operações a prazo, não sendo nunca usada para as operações a contado<sup>163</sup>.

Nas negociações de títulos endossáveis é o Corretor obrigado a responder pela autenticidade da assinatura do último signatário (Cod. Com., art. 68º, nº 5º; Reg., art. 53º, nº 5º). Conquanto a lei não distinga, esta obrigação dos Corretores deve-se considerar referida unicamente à transmissão dos títulos nominais, não abrangendo os títulos ao portador. Com efeito, a lei só exige que se garanta a assinatura do último signatário, o que é natural, pois só este é conhecido pelo Corretor; mas qual é a última assinatura num título ao portador? Os títulos ao portador transferem-se por simples tradição e sem intervenção de signatários (Cod. Com., art. 483º); como pois autenticar a assinatura destes? Alguns autores sustentam, na verdade, que o Corretor deve ser, do mesmo modo, obrigado a autenticar a seu risco a última assinatura existente, para garantia dos interesses do comprador. Mas, evidentemente, esta responsabilidade do Corretor é absurda, pois não assenta em fundamento algum, e a verdade é que os títulos ao portador excluem por sua própria natureza semelhante autenticação.

Não quer isto dizer, porém, que o Corretor seja absolutamente irresponsável na venda de títulos ao portador. Quando haja dúvidas acerca da

---

<sup>162</sup> N. E.: Hoje chamamos MARGEM a este depósito de segurança. E na maioria das Bolsas de Derivados a margem inicialmente depositada pode ser reduzida porque ela é revista todos os dias face à evolução das cotações nos mercados – chamada operação “mark-to-market” do valor das posições em aberto.

<sup>163</sup> N. E.: De facto, o problema das margens tornou-se premente nas Bolsas de Futuros e Opções logo no seu início pela própria natureza dos contratos e dada sua longa maturidade (alguns meses). Mas hoje em dia, muitas Bolsas também oferecem os serviços da respectiva Clearing House nas operações a contado, contribuindo estas últimas para o cálculo diário das margens exigidas a cada um dos investidores.

autenticidade de um título<sup>164</sup>, não deverá o Corretor vendê-lo sem ter procedido às necessárias investigações. De outro modo, e provando-se ter havido culpa ou negligência da sua parte, poderá ser-lhe exigida a indemnização devida, nos termos do direito comum. É o que sucede, por exemplo, com relação à alienação de títulos perdidos ou roubados, a que já anteriormente nos referimos. Se, porém, o Corretor certificar a autenticidade da assinatura, fundado num documento bastante, e este for falso, não deve ter responsabilidade alguma.

Alguns criticam a imposição desta função aos Corretores, censurando-a por contrariar o bom e rápido movimento dos negócios. Mas tal crítica não nos parece procedente, pois acima da rapidez das transacções se deve pôr a sua segurança e a certeza da sua verdade. Esta função dos Corretores, baseada no crédito de que eles gozam, tem um carácter oficial e é uma daquelas pelas quais eles mais se assemelham aos oficiais públicos, designadamente aos notários.

## VII. DO SEGREDO PROFISSIONAL

Em matéria de segredo profissional dos Corretores há três sistemas, cada um deles seguido por algumas legislações. Umas obrigam-nos sempre a mantê-lo, o que é inconveniente, porque lança a cargo do Corretor a responsabilidade das negociações que fizer, em todos os casos. Outras não exigem nunca o respeito pelo segredo profissional, o que é prejudicial para os interesses do comércio e para o bom andamento dos negócios de Bolsa. Finalmente, há um sistema intermédio, seguido pela nossa legislação, que só exige em certos casos a observância do segredo profissional, tornando neles o Corretor responsável pela execução do contrato.

Com efeito, dispõem as nossas leis, que é obrigação dos Corretores guardarem completo segredo de tudo que disser respeito às negociações

---

<sup>164</sup> N. E.: *Com a desmaterialização dos valores mobiliários e o registo obrigatório de cada emissão numa Central de Valores – no caso português, a cargo da Interbolsa – torna-se dispensável esta verificação dos títulos. Mas não elimina a possibilidade de fraude da mesma forma que alguém que tente vender valores mobiliários depositados numa conta bancária de que não tenha poderes soberanos.*

de que forem encarregados e não revelarem os nomes dos seus comitentes, quando a lei ou a natureza do negócio tal revelação não exigirem e aqueles a não autorizarem (Cod. Com., art. 68º, n.ºs 3º e 4º; Reg. art. 53º, n.ºs 3º e 4º). Mas, não só os Corretores não devem revelar pelas suas declarações os nomes e as ordens dos seus comitentes, como ainda são obrigados a adoptar todas as precauções necessárias para que não sejam conhecidas as posições bolsistas deles (Reg. das Bolsas, art. 47º). Por último, a lei procura salvaguardar contra o próprio Corretor os segredos dos seus clientes, dizendo que ele não pode indagar os motivos da não-aceitação de qualquer negociação que proponha (art. 56º).

A maioria das legislações institui a obrigação de manter o segredo profissional contra toda e qualquer pessoa, mas na Alemanha não existe entre compartes de uma mesma transacção, sendo unicamente imposta aos Corretores para com os seus outros clientes. A generalidade e rigor das nossas disposições legais mostram-nos que, entre nós, não há distinção alguma a fazer e que o segredo profissional deve ser observado pelo Corretor para com todo e qualquer indivíduo, o que se nos afigura bem mais lógico e eficaz do que o estabelecido pela lei alemã. Unicamente não existe, é claro, o segredo para com o próprio cliente e seus representantes, por exemplo, para com os herdeiros, que desejem ser informados das condições de alguma transacção efectuada pelo autor da herança.

O segredo profissional é uma obrigação exigida pela própria natureza das operações de Bolsa. Para um indivíduo que negocie na Bolsa é indispensável que ninguém conheça o fim que ele tem em vista, senão todos se uniriam para o contrariar<sup>165</sup>. Se, por exemplo, se souber que um indivíduo deseja adquirir uma grande porção de certos títulos, todos comprarão esses títulos na esperança de lhos revender; assim, dar-se-á uma alta nas

---

<sup>165</sup> N. E.: *A palavra contrariar não deve ser aqui entendida num sentido malévolo, traduzindo a ideia de que os outros investidores estariam apostados apenas em opor-se aos desejos do nosso investidor inicial. O que acontece num mercado livre é que cada investidor procura sempre explorar para seu benefício próprio toda a informação que obtenha, pelo que o conhecimento de que uma pessoa A quer adquirir um dado título será explorada por todos os outros nos diversos sentidos que melhor os satisfaçam, o que em geral significa um impacto negativo para A. Aliás, uma forma de manipulação do mercado baseia-se precisamente na divulgação para o mercado do interesse numa dada operação para levar os demais investidores a actuarem num sentido que interesse ao promotor dessa informação malévola.*

cotações, que tornará a operação impossível ou prejudicial; se o indivíduo em questão continua a querer comprar os mesmos títulos, o manejo dos contrários repete-se, e assim se produzem altas colossais, como principalmente costuma suceder nos períodos de crise.

*“A impressionabilidade de um mercado financeiro é tão grande, escreve OULMANN, as variações das cotações podem-se produzir em virtude de factos por vezes tão pouco importantes, que a execução de certas ordens de compra ou de venda poderia tornar-se muito difícil, se não impossível, quando a origem dessas ordens fosse conhecida”.*

Quando um director de uma companhia vende títulos dela, todos dizem que ele mostra ter pouca confiança no crédito da companhia<sup>166</sup>. Por isso, se tal facto fosse conhecido na praça, todos os possuidores desses títulos se apressariam a vendê-los e assim teríamos um pânico geral e a consequente descida das cotações, podendo desvalorizar os títulos por completo.

Para alguns Governos o vendedor de fundos públicos comete um acto censurável, chegando Napoleão a julgá-lo quase merecedor de penas correcionais. É certo que este preconceito é absurdo, pois a compra de fundos que tais autores aplaudem não se pode dar sem a venda correspondente, mas mostra-nos um novo perigo da violação do segredo profissional: o Governo, inspirado em tais princípios, que o não respeitasse, acabaria por formar, deste modo, uma verdadeira lista de suspeitos ou proscritos.

A violação do segredo profissional torna impossível a especulação de Bolsa.

*“Pode-se dizer numa palavra, escreve ainda OULMANN, que a ideia mesma de especulação é contraditória com a divulgação do segredo das ordens. Com efeito, nas operações especulativas têm-se em vista acontecimentos incertos e as probabilidades de êxito diminuem proporcionalmente ao conhecimento, que*

---

<sup>166</sup> N. E.: Neste caso, trata-se da venda de títulos da empresa já colocados no mercado mas que o Director tem na sua carteira pessoal como investimento particular. Por outro lado, haverá que distinguir entre a divulgação antecipada da intenção de venda – como qualquer ordem de Bolsa, ela é confidencial – e a divulgação posterior ao mercado dessa transacção. Nas legislações modernas é obrigatória a divulgação das transacções – compras e vendas – em relação a um conjunto de detentores dos órgãos sociais das empresas admitidas a uma Bolsa.

*delas tiver o público. Quando a divulgação das ordens de Bolsa fosse livre e geral, a especulação perderia toda a razão de ser e desapareceria, o que seria altamente inconveniente”.*

309

Mas a regra que manda observar o segredo profissional não é absoluta nem o podia ser, pois o interesse do comércio exige que, em certos casos, seja possível o conhecimento das operações de Bolsa, ainda que para o obter se tornem necessárias precauções. Por isso, a nossa lei, procurando salvarguardar o princípio do segredo profissional e ao mesmo tempo assegurar aos contratantes o direito a certas garantias, que justamente lhes assiste, admitiu a violação do segredo profissional em dois casos: quando os interessados a autorizem e quando a lei ou a natureza do contrato a exijam.

Quanto à primeira exceção, nenhuma dúvida se levanta. Visto que o segredo profissional é mantido no interesse das partes contratantes, é justo que estas possam permitir, quando queiram, a sua violação.

O estudo da segunda exceção não oferece, porém, igual facilidade. Com efeito, quando se deve considerar a natureza do contrato como contrária à observância do segredo profissional? Não nos consta que entre nós se tenha ainda debatido tal questão, mas a jurisprudência francesa, interpretando uma disposição legal idêntica, firmou o princípio de que se devia considerar legal a violação do segredo profissional quando do contrato resultasse o direito para uma das partes de poder accionar judicialmente, por qualquer título, a outra. Aos tribunais competirá, em face deste princípio e analisando as circunstâncias próprias de cada venda, decidir se há ou não lugar à violação do segredo profissional.

A dificuldade principal que se levanta na interpretação desta norma legal, ainda admitindo, como nos parece dever fazer-se, o preceito da jurisprudência francesa, refere-se à venda por Corretor de acções ao portador cujas entradas não estejam totalmente pagas. Com efeito, enquanto as acções não estão integralmente pagas, os seus proprietários são responsáveis pela importância da subscrição mas, quando não cumpram esta obrigação, podem os pagamentos em atraso ser exigidos aos subscritores primitivos e a todos aqueles para quem elas houverem sido transferidas (Cod. Com., art. 170º, § 1º). Ora, quando a sociedade exija de um antigo subscritor o pagamento

de uma entrada, este, ou para se livrar do encargo ou para se reembolsar da quantia paga, quando a isso tenha sido forçado, tem natural interesse em saber quem é o possuidor actual do título por ele alienado, para o poder accionar. Para os títulos nominativos não há dificuldade nenhuma, pois a sua transmissão só produz efeitos para com a sociedade e para com terceiros desde a data do respectivo averbamento num livro de registo, que para este fim deve existir na sede da sociedade (Cod. Com., art. 168º, § 1º). Portanto, ainda quando a transmissão se tenha feito na Bolsa e consequentemente o cedente desconheça o cessionário, pode pelo exame desse livro, o qual é permitido a todo o accionista (Cod. Com., art. 168º), indagar o nome do actual proprietário do seu antigo título.

Mas as acções podem ser ao portador e nesse caso transmitem-se pela simples entrega (Cod. Com., art. 483º), nada constando do dito livro. Pergunta-se, pois, se neste caso o cedente tem o direito de exigir do Corretor, por cujo intermédio vendeu os seus títulos, que lhe revele o nome do cessionário. É certo que a lei só permite que as acções sejam ao portador, quando o seu valor nominal estiver integralmente pago (Cod. Com., art. 166º, §§ 1º e 2º), o que diminui sensivelmente a importância da questão presente, pois impede que existam títulos ao portador com entradas a pagar. Pode, porém, suscitar-se ainda esta dúvida para acções indevidamente convertidas de nominativas em títulos ao portador e, portanto, cumpre-nos indicar a solução a dar-lhe. A dúvida a resolver é a seguinte: numa sociedade anónima converteram-se em títulos ao portador acções nominativas cujo capital não estava integralmente pago. Vende-se na Bolsa um desses títulos ao portador. Mais tarde faz-se uma nova chamada de capital e para a sua cobrança a sociedade dirige-se ao último proprietário que se achava indicado no respectivo livro de registo. Este quer exigir do comprador do título a respectiva importância. Como, porém, o não conhece, pretende que o Corretor lhe revele o seu nome. Será este obrigado a dizer-lho?

Alguns autores entendem que ainda neste caso deve prevalecer o segredo profissional, porquanto são precisamente os títulos ao portador os que maior número de transacções produzem e quase todas estas se fundam na esperança de que será mantido o segredo do contrato. A revelação pelo Corretor dos sucessivos adquirentes dos títulos constituiria uma espécie de caçada



aos especuladores e levaria ao completo menosprezo do tão indispensável princípio do segredo profissional. A obrigação de pagar as entradas vencidas não deriva da venda, mas sim da sub-rogação do proprietário actual em todos os direitos e obrigações do anterior subscritor; portanto, a obrigação de tal pagamento, não sendo uma consequência da venda, não pode fundar nas condições especiais desta uma acção pela qual o cedente obrigue o Corretor a revelar-lhe o nome do cessionário. A série de complicações e de recursos, de que assim se pretende rodear a transmissão de títulos ao portador, é absolutamente contrária à natureza destes e à facilidade extrema de negociação que os caracteriza.

Mais aceitável, porém, nos parece a opinião contrária à que acabamos de expor, a qual vê na hipótese citada um dos casos em que, segundo a lei, a natureza do contrato exige a violação do segredo profissional. É incontestável o direito que tem um vendedor de um título a exigir do seu comprador o pagamento das somas devidas pelas entradas novamente reclamadas, mas para isso são indispensáveis sucessivas revelações dos Corretores, que permitam ao último proprietário inscrito nos registos da companhia averiguar quem é o detentor actual do título. Do contrato não derivou nenhuma relação directa entre as partes, portanto, deve o Corretor intervir, revelando a uma o nome da outra, para que aquela possa fazer valer contra esta os direitos que do próprio contrato lhe assistem. A transmissão do título foi feita em condições ilícitas e não consta por isso, como devia, do livro de registo das sociedades; ora a revelação do Corretor vem apenas restabelecer a normalidade legal perturbada, indicando as transferências sucessivas do título que, em condições normais, deviam constar do livro de registo e que só ilicitamente se mantêm ocultas.

Entendemos, pois, que, nos termos legais, pode o Corretor, na hipótese apontada, revelar o nome do cessionário dos títulos ao portador. Porém, julgamos preferível que esta quebra do segredo profissional só se realize depois de uma decisão judicial que a determine; assim, poderemos ter a certeza de que não resultarão desta revelação nenhuns inconvenientes, como alguns parecem recear, ainda que, a meu ver, sem razão.

Algumas legislações exceptuam também do segredo profissional os exames e indagações feitos pela Câmara dos Corretores, ficando, porém, esta sujeita

por sua vez ao segredo profissional. A nossa lei não consigna tal disposição, mas entendemos que o deveria fazer, pois sem ela não pode a Câmara exercer sobre os seus membros a necessária vigilância, principalmente indispensável quando, como sempre temos defendido, se tenha decretado a responsabilidade solidária da Câmara pelos actos dos seus membros.

O segredo profissional não prevalece para com os exames das autoridades judiciais, pois a eles está sujeita a escrituração dos Corretores (art. 65º). Mais cómodo e mais seguro nos parecia que, em vez do exame directo dos livros, se limitassem os tribunais a decidir por uma cópia extraída dos livros, devidamente autenticada pela Câmara dos Corretores. Deste modo, conseguir-se-ia também, em certos casos, manter secreto o nome do outro contratante, cujo conhecimento pode não ser indispensável em vista das circunstâncias da causa.

Mas, ainda em face da disposição legal, a violação em juízo do segredo profissional deve ser cercada dos necessários resguardos. Quando a operação tenha sido feita entre o Corretor e um seu colega, bastar-lhe-á indicar o nome deste e a natureza da operação realizada. Quando, porém, o Corretor tenha sido o único intermediário entre os dois clientes e surja alguma contestação acerca da operação realizada, deverá o Corretor facultar o exame judicial da inscrição dos seus livros referente à dita operação. Mas, a não ser que se suspeite da existência de alguma fraude e que haja dela alguns indícios, dificilmente deverá a autoridade judicial conceder estes exames que podem prejudicar os Corretores e obstar ao bom andamento dos negócios da Bolsa.

Da obrigação de manter o segredo profissional derivam consequências importantíssimas. A principal consiste em não resultar da transacção nenhuma ligação directa e, portanto, nenhuma possibilidade de acção jurídica entre as partes contratantes. Por isso, o Corretor figura como comissário na transacção e fica responsável pela execução do contrato (Cod. Com., art. 76º; Reg., art. 71º).

É em virtude também do segredo profissional que as cópias dos assentos do caderno manual, entregues pelo Corretor às partes, não contêm ordinariamente os nomes destas e são somente assinadas pelos Corretores (Cod. Com., art. 70º; Reg., art. 54º).

A violação do segredo profissional por um Corretor sujeita-o a sanção civil e penal. A primeira consiste na obrigação de indemnizar o lesado pelas perdas e danos causados, nos termos gerais do direito (Cod. Civ., art. 2361º e seg.). A segunda consiste na aplicação das penas disciplinares, cominadas pelo Regimento respectivo para as suas infracções (art. 82º e seg.), e da pena imposta pelo Código Penal ao crime de revelação de segredos confiados em razão da profissão que se exerce (Cod. Penal, art. 290º, § 1º).

### VIII. DA ESCRITURAÇÃO

Do contrato de Bolsa, quer nele figurem só os Corretores, quer intervenham abertamente as partes realmente interessadas, derivam sempre relações jurídicas. Carecem estas evidentemente de um meio de prova e para isso servem os livros dos Corretores. Portanto, a escrituração dos Corretores é instituída e regulada, não em seu proveito, mas no interesse público, destinando-se a servir de prova em juízo; por isso se compreende que a legislação a considere e organize com especial atenção. Segundo a nossa lei, os livros dos Corretores são dois: o Caderno Manual e o Protocolo (Cod. Com., art. 69º; Reg., art. 58º).

No Caderno Manual assentam os Corretores, ainda que só a lápis, no momento da conclusão, todas as operações feitas por seu intermédio, indicando resumidamente o seu objecto e as suas principais condições (Cod. Com., art. 69º; Reg., art. 58º). Como se vê, o Caderno Manual não está sujeito a exigências nenhuma de forma, devendo ser somente escriturado pela própria mão do Corretor, como determinou a Lei de 26 de Julho de 1856 (art. 1º); na prática, porém, quando o Corretor se acha impedido de ir à Bolsa, é o Proposto que o substitui, quem faz no Caderno as necessárias inscrições.

O caderno é uma espécie de borrão do Protocolo, que seria incómodo levar à Bolsa, onde, de resto, não se poderiam, por falta de tempo, inscrever logo nele, com observância de todas as formalidades legais, as operações realizadas. O Caderno é, pois, um livro essencialmente prático e a sua utilidade é tão grande que, mesmo nos países em que a lei não preceitua o seu emprego, nunca os Corretores deixam de o usar.

No Protocolo registam os Corretores mais desenvolvidamente dia a dia, por ordem de data, em assento separado, sem abreviaturas nem algarismos, todas as condições das vendas, compras, seguros, negociações e, em geral, todas as operações feitas por seu intermédio. Além disso, nas operações a contado sobre papéis de crédito, deverão mencionar os números dos títulos transmitidos. Este livro, antes de servir, tem de ser apresentado ao juiz presidente do tribunal do comércio da respectiva circunscrição, para que sejam, por ele ou por algum dos seus escrivães, ou por um tabelião de notas a quem der comissão, numeradas e rubricadas as folhas e depois lançados por um dos escrivães de juízo, na primeira página, um termo de abertura e outro de encerramento, na última, sendo referendados ambos os termos pelo juiz (Cod. Com., art. 69º e 32º; Reg., art. 58º). A indicação dos números e conseqüentemente também das séries, quando as haja, dos títulos vendidos, não era exigida pelo Código Comercial; foi uma inovação do Regimento e é sobretudo útil para a determinação das responsabilidades existentes, no caso dos títulos vendidos estarem sujeitos a alguma oposição, por exemplo, quando tenham sido perdidos ou roubados. O Protocolo dos Corretores é, como se vê, idêntico ao diário dos comerciantes, podendo também ser assemelhado, em certo aspecto, ao repertório dos notários.

O Protocolo está sujeito a numerosas formalidades obrigatórias, na factura dos respectivos assentos. Assim, nos assentos das vendas, deve declarar-se a qualidade, quantidade e preço da coisa vendida, lugar e época da entrega e forma do pagamento (art. 59º). Nos assentos de negociações de letras, deverá declarar-se a data da transacção, os nomes dos sacadores, aceitantes e endossantes, os prazos, vencimentos, praças sobre que são sacadas, o câmbio convencionado e à ordem de quem são passadas (art. 60º). Nos assentos de seguros marítimos declarar-se-ão, com referência à apólice firmada pelos seguradores, os nomes deste e do segurado, o objecto do seguro e seu valor segundo a convenção, o lugar da carga e descarga, o nome do navio em que se faz o transporte, bandeira, tonelagem e o nome do capitão (art. 61º). Os assentos de todas as demais negociações, não expressamente indicadas, deverão conter o que for necessário para se verificar a natureza, existência e condições delas (art. 62º). Como a lei não exige que o Protocolo seja escriturado directamente pelo Corretor, na prática, esta tarefa é geralmente

incumbida aos seus empregados. A Carta de Lei de 26 de Julho de 1856 expressamente sancionou este uso, exigindo todavia que os traslados feitos pelos caixeiros ou Propostos fossem diariamente rubricados e conferidos pelos Corretores (art. 2º).

Nas reformas dos livros dos Corretores observam-se os termos do processo ordinário, intervindo sempre neles o secretário do respectivo tribunal (Cod. do Proc. Com., art. 99º). Mas, sendo os Corretores comerciantes, como já demonstrámos, não estarão eles obrigados a ter os demais livros, que o Código Comercial (art. 29º e seg.) declara indispensáveis a todo o comerciante? Alguns autores entendem que sim, pois, segundo dizem, as disposições especiais da lei constituem apenas a exigência de um acréscimo de precauções para os livros dos Corretores, sem que de modo algum eles se devam considerar isentos, por elas, das obrigações gerais que a lei impõe à sua classe.

Porém, segundo a opinião mais geralmente seguida, entende-se que os Corretores só são obrigados a ter os dois livros indicados. A lei, regulando em especial a escrituração dos Corretores, mostrou que em nada lhes era aplicável a regra geral, e tanto assim que o seu Regimento, falando dos livros dos Corretores (Cap. 9º), apenas menciona os dois ditos e nenhuma referência faz aos demais.

Os livros dos comerciantes têm em vista mostrar o estado da sua situação comercial, o que é inútil para os Corretores que não podem exercer o comércio por sua conta. Como e para que teriam os Corretores o livro de inventário e balanços? Os Corretores são comerciantes, mas comerciantes *sui generis*; precisam de uns livros que para os outros são inúteis, e não precisam daqueles que para esses são indispensáveis.

Mas, além dos seus livros, têm ainda os Corretores de escriturar certos registos. Assim, tem o Corretor de registar num livro, para isso destinado, as operações a prazo, sem o que não haverá acção em juízo para exigir o cumprimento das obrigações nelas contraídas, ficando ainda o Corretor sujeito às penas disciplinares e a ter de indemnizar os prejuízos causados pela sua omissão aos seus comitentes ou a quaisquer interessados na negociação (Cod., art. 359º e § un. e 360º; Reg. das Bolsas, art. 50º e § un. e 51º).

Temos dito já, por várias vezes, que a escrituração dos Corretores tem por fim principal servir de prova em juízo às transacções da Bolsa. Mas a

sua força, como meio de prova, varia conforme a pessoa contra quem é dirigida. Temos a considerar três hipóteses:

316

#### a) Prova entre as duas partes contratantes

Quando os Protocolos estiverem regularmente escriturados e conformes com as notas do Caderno Manual, fazem prova em juízo entre os contratantes, quando a validade dos contratos não dependa de outra formalidade externa, nos mesmos termos em que a fazem os documentos autênticos extra-oficiais<sup>167</sup> (Cod. Com., art. 71º; Reg., art. 58º, § ún.). Portanto, a prova feita pela escrituração dos Corretores só pode ser contraditada pela prova testemunhal, quando arguida de falsidade, erro, dolo ou violência (Cod. Civ., art. 2508º). Porém o Protocolo dos Corretores só faz prova plena quanto à existência do acto a que se refere, mas não quanto ao que possa envolver ofensa de direitos de terceiro que não tenha sido parte no mesmo acto (Cod. Civ., art. 2426.º); por isso, em certos casos, o Protocolo prova a existência da transacção, mas não as suas condições.

A atribuição do carácter de autenticidade aos Protocolos dos Corretores é vivamente criticada por muitos autores, porquanto o Corretor não é um oficial público, mas sim um comerciante; por isso, fazendo a sua escrituração, não realiza um acto para que a lei o tenha investido de um poder especial, apenas cumpre uma obrigação que a lei lhe impõe na sua qualidade de comerciante. Além disso, este princípio legal presta-se à fraude: o Corretor pode inscrever no Protocolo um contrato fictício, sem que seja possível provar a sua falsidade, e em tal caso as partes têm de se submeter, dando-se assim o absurdo de o Corretor poder impor, ainda que ilicitamente, a sua vontade ao público. Melhor fora, pois, dizem, considerar a escrituração como um simples documento particular; assim, a autoridade judicial completaria a presunção com as demais provas que quisesse e atenderia a ela mais ou menos, conforme a estima e o crédito de que gozasse o respectivo Corretor.

---

<sup>167</sup> N. A.: São documentos autênticos extra-oficiais os instrumentos, actos ou escrituras exarados por oficiais públicos ou com sua intervenção, nos casos em que por lei é exigida, e destinados à verificação de contratos ou à conservação ou à transmissão de direitos (Cod. Civ. art. 2423º § 2º).

### b) Prova a favor do Corretor

Os assentos do Caderno Manual e os dos Corretores não aproveitam a estes como meio de prova em juízo (Cod. Com., art. 72º; Reg., art. 63º). O legislador, neste ponto, limitou-se a aplicar o princípio geral de que ninguém pode elaborar um título que prove em seu próprio favor. Ainda quanto aos Corretores, uma razão especial justifica esta disposição: as acções dos Corretores contra os seus comitentes, pela inexecução das obrigações por estes contraídas, poder-se-iam evitar, se o Corretor tivesse exigido previamente, como a lei permite, as necessárias garantias; não o fazendo, tornou-se culpado de descuido e negligência e justo é que disso seja punido.

### c) Prova contra o Corretor

Os assentos do Caderno Manual e os do Protocolo fazem prova contra os Corretores em caso de reclamação (Cod. Com., art. 73º; Reg., art. 64º). A lei repete nesta parte um princípio comum a toda a escrituração mercantil (Cod. Com., art. 44º, nº 1º), que bem se justifica. Com efeito, neste caso, o reclamante serve-se contra o seu adversário do seu próprio testemunho, que naturalmente deve ser para ele o árbitro supremo. A confissão judicial constitui prova plena contra o confitente (Cod. Civ., art. 2412º) e aqui, mais do que uma confissão oral, existe uma confissão escrita ainda antes de se ter suscitado a questão e, portanto, mais insuspeita.

Mas, se até aqui temos sempre partido do princípio de que os assentos do Caderno Manual concordam com os do Protocolo, bem pode na prática suceder que haja entre eles divergência. Neste caso, não se poderá fazer prova por este meio entre as partes, pois a lei exige, para tal fim, a concordância dos dois livros, como já vimos. Mas qual dos dois se deverá preferir para fazer prova entre o Corretor e o cliente?

Uns autores entendem que deve prevalecer o Protocolo, porque se acha revestido de fórmulas legais que faltam absolutamente no Caderno, e, sendo feito com maior vagar, pode ser escriturado com mais cuidado e até serem emendadas nele as menções inexactas do Caderno.

Porém, a opinião mais geral pronuncia-se em favor do Caderno; este é escrito pela mão do Corretor no próprio momento da operação, de modo

que dificilmente se poderá enganar, ao passo que o Protocolo é escriturado pelos empregados, que facilmente se poderão enganar, não compreendendo bem alguma abreviatura, cifra ou outra indicação do Caderno que na verdade, pela pressa com que é escrito, é muitas vezes quase indecifrável. Nalgumas Bolsas os Corretores que entre si realizam alguma operação conferem as notações respectivas, mostrando um ao outro os seus Cadernos; além disso reúnem-se no fim da sessão e procedem à chamada das operações efectuadas, verificando as menções dos Cadernos; é claro que, nestes casos, ainda mais força tem este livro, mas nada disto se faz entre nós.

A meu ver, não se pode fixar a este respeito uma regra absoluta; aos tribunais competirá confiar mais num ou noutro livro, conforme as circunstâncias do caso. Como princípio geral, apenas se pode assentar que a indicação do livro que conferir com a correspondente inscrição dos livros de outro Corretor deve ser sempre preferida; porém, é claro que esta norma só pode ser aplicada às transacções em que intervenha mais de um Corretor e em que os assentos de um dos livros de um coincidam com os dos livros do outro.

É evidente que, para que os livros dos Corretores possam servir de prova, carecem de ser apresentados em juízo. Em certos casos pode ser bastante um extracto do livro, mas noutros torna-se indispensável o exame do próprio livro. Aos tribunais competirá decidir o que é necessário, assistindo-lhes o direito supremo e sem recurso de reclamarem a apresentação da escrituração. Assim, dispõe a nossa lei que os livros dos Corretores estão sujeitos ao exame dos tribunais de comércio e dos árbitros, quando judicialmente ordenado (Cod. Com., art. 74º; Reg., art. 65º).

Deste modo, nenhuma restrição se estabelece ao direito que os tribunais têm de mandar proceder a essa apresentação judicial; neste ponto se distinguem dos Corretores os comerciantes em geral (conf. Cod. Com., art. 42º e 3º). Alguns autores apoiam esta maior latitude concedida ao exame judicial dos livros dos Corretores, porquanto neste não há, como no dos livros de um simples comerciante, o perigo de que os seus inimigos se aproveitem deste meio para se informarem das suas operações e se habilitarem depois a mover-lhe uma concorrência desleal. É certo que não há a evitar tais perigos, mas é necessário precaver-se contra um não menos grave: o da violação possível, senão provável, do segredo profissional.



Por isso, sendo indispensável esta apresentação judicial, não menos indispensável é que o tribunal adopte prudentemente as precauções necessárias para evitar que, por qualquer indiscrição, deixe de ser observado o segredo profissional dos Corretores. É evidentemente com este intuito que a lei determina que, sendo necessário apresentar em juízo os livros dos Corretores, se cerrem por modo conveniente as folhas que não disserem respeito ao objecto em litígio, só podendo ser abertas, por despacho do juiz competente, no caso de se levantar contestação sobre a autenticidade do Caderno ou Protocolo (art. 66°).

Mas, durante o tempo em que o Caderno Manual e o Protocolo dos Corretores estão em juízo, como hão-de eles fazer a sua escrituração? A lei preveniu sabiamente esta dificuldade, dispondo que, em tal caso, devem os Corretores fazer os seus assentos em cadernos separados, para os trasladarem para os seus Cadernos e Protocolos, apenas estes voltem ao seu poder (art. 68°).

Mas, não só em caso de contestação, e, para prova dela, são os livros dos Corretores sujeitos ao exame do tribunal. Com efeito, sendo estes livros destinados a fazer fé em juízo, torna-se necessário submetê-los a uma certa vigilância, e esta, para que possa ser eficaz, carece de ser entregue a uma entidade independente, a cuja liberdade e autoridade não possam obstar nenhuns receios ou interesses. Por isso, bem fez a nossa lei permitindo ao tribunal de comércio examinar, sempre que queira, os Cadernos e os Protocolos dos Corretores, ainda que só para o fim de verificar se estão regularmente escriturados (art. 67°).

Unicamente para tornar mais eficaz e certa esta fiscalização, deveria a lei ter fixado taxativamente os períodos máximos que poderiam decorrer entre cada um destes exames, os quais nunca deveriam ser superiores a um ano.

É claro que o Corretor não deve, nem mesmo pode, mostrar os seus livros a qualquer indivíduo que o pretenda; disso o inibe o segredo profissional. De resto, este princípio é comum a toda a escrituração comercial, cuja livre publicidade em todos os casos, e muito mais no caso presente, daria lugar a grandes abusos e perigos. A lei não se refere a este assunto, mas, pelo simples facto do seu silêncio e tendo consagrado o respeito pelo segredo profissional, permite ao Corretor recusar, quando queira, o exame dos seus livros a qualquer indivíduo.

O Corretor que falsificar a sua escrituração incorre no crime previsto e punido pelo art. 216º do Código Penal. Neste ponto, o Corretor é equiparado a um oficial público, o que é natural, visto que a lei lhe impõe obrigatoriamente a factura de certos registos, que outra coisa não são os seus livros, aos quais atribui carácter legal. É precisamente o que se dá com os registos dos oficiais públicos.

Tem-se discutido na jurisprudência francesa se a disposição geral que obriga todo o comerciante a conservar por dez anos os seus livros é aplicável aos Corretores. Igual questão se pode suscitar entre nós, onde apenas difere o prazo, durante o qual é obrigatória a conservação dos livros, que é de vinte anos (Com. Com., art. 40º).

Alguns defendem a afirmativa, porquanto:

- a) Os Corretores estão sujeitos às regras gerais na sua qualidade de comerciantes;
- b) As funções dos Corretores, ao contrário do exercício do comércio, que é temporário, não cessam nunca e, portanto, com mais razão, devem ser igualmente conservados os documentos que lhes dizem respeito;
- c) Os livros dos Corretores são ainda mais necessários do que os dos comerciantes, porquanto, em certos casos, só por meio deles se pode reconstituir uma operação, v. g. uma venda de títulos ao portador.

Em contrário, alegam-se as seguintes razões:

- a) A lei, regulando em especial a escrituração dos Corretores, não repetiu nem fez referência a tal obrigação, o que mostra que os quis dispensar dela;
- b) A conservação dos livros dos comerciantes tem principalmente em vista fornecer elementos, quando necessários, para a classificação da sua falência. Ora isto não é aplicável aos Corretores, cuja insolvência é sempre fraudulenta. (Cod. Com., art. 79º; Cod. de Falências, art. 144º, § ún.);
- c) No fim de vinte anos podem-se suscitar, ainda que dificilmente, questões referentes ao comércio geral, mas é absurdo imaginar que se possam levantar, depois de tão longo prazo, a propósito de um contrato de Bolsa;

- d) A duração das funções dos Corretores nada tem com a conservação dos seus livros, pois também um estabelecimento comercial pode persistir durante séculos, e nem por isso a sua escrituração tem de ser guardada por mais de vinte anos.

Parece-nos preferível esta segunda opinião.

Para terminarmos o estudo da escrituração dos Corretores, cumpre-nos indicar qual o seu destino no caso de morte ou demissão do Corretor. Nesse caso, dispõe o respectivo regimento, o Síndico da Câmara ou, na sua falta, o Corretor mais antigo arrecadará os Cadernos, Protocolos e quaisquer registos do Corretor morto ou demitido, e os depositará, fechados e lacrados, na secretaria do tribunal de comércio para serem entregues ao sucessor do ofício (art. 69º). No caso de extinção do ofício, conquanto a lei não preveja esta hipótese, entendemos que devem ser entregues à respectiva Câmara os ditos documentos, pois neste caso não há um sucessor directo; pode dizer-se que sucedem todos os Corretores subsistentes e, portanto, ao seu conjunto, isto é, à respectiva Câmara devem ser confiados os livros existentes.

#### **IX. DAS CÓPIAS DE ASSENTOS, RECIBOS, CARTAS DE AVISO, NOTAS E CERTIDÕES**

Aos Corretores incumbe elaborar um certo número de documentos, de que nos vamos ocupar. Consideraremos sucessivamente:

- a) As cópias dos assentos dos seus livros;
- b) Os recibos dos valores entregues pelas partes;
- c) As cartas de aviso da realização da operação;
- d) As notas para a realização de operações;
- e) As certidões.

##### **a) Cópias dos assentos dos livros**

Segundo a nossa lei, os Corretores devem entregar às partes, no momento em que o contrato se tornar perfeito, uma cópia dos assentos lançados no seu

Caderno e, exigindo-o aquelas, uma cópia do contrato igual à do registado no Protocolo, assinada por eles e pelas partes, se nisso concordarem (Cod. Com., art. 70º; Reg., art. 54º). Ficam salvas, porém, diz a lei, as disposições especiais às operações da Bolsa de papéis de crédito (Cod. Com., art. 70º, § ún.; Reg., art. 54º, § ún.). Afigura-se-nos incompreensível esta segunda disposição legal; pelo menos, que nos conste, não há nenhuma disposição especial sobre o assunto que possa alterar, para as operações sobre papéis de crédito, a aplicação da disposição geral.

Como se vê do carácter terminante da norma legal, a entrega destas cópias, que na prática são chamadas “contas”, porque incluem, além da nota da operação, a indicação da corretagem devida, é obrigatória para o Corretor, não podendo ele substituí-la por uma nota da operação realizada, ou por qualquer outro documento semelhante. Para com os frequentadores mais assíduos da Bolsa não é costume, porém, usar destes documentos.

Quando nenhuma das partes seja conhecida na operação, achando-se ambas representadas por Corretores, pode um destes exigir do outro as mesmas cópias; o Corretor, neste caso, é parte no contrato e por isso acha-se incluído na disposição genérica da lei, a qual, de resto, seria sempre aplicável por analogia ao caso presente.

Estas cópias devem ser feitas unicamente pelo Corretor e não pelos seus empregados; estes podem-nas fazer, mas então não têm o carácter autêntico que ordinariamente lhes assiste. Na prática, são os empregados que fazem a cópia, mas o Corretor assina-a, o que basta para a autenticar.

As cópias dos assentos são muito úteis para averiguação de responsabilidades no caso de se terem negociado títulos perdidos ou roubados; por elas se verifica a data da operação realizada, que permite saber se ao tempo já tinha sido informado o Corretor das legítimas oposições levantadas contra a negociação de tais títulos. Por vezes, é também este o único documento que prova a propriedade de certos títulos, designadamente ao portador, e só por meio dele se podem reivindicar títulos que tenham sido perdidos ou roubados. A principal função de tais cópias consiste em servirem de meios de prova judiciais.

A nossa lei regula a sua força como meios de prova entre as partes ou contra os Corretores. No primeiro caso, quando tenham sido fielmente

extraídas, fazem prova em juízo do mesmo modo e nos mesmos termos que os livros dos Corretores, em igual caso (Cod. Com., art. 71º). No segundo caso, fazem prova contra os Corretores, havendo reclamação (Cod. Com., art. 73º; Reg., art. 64º); a lei não fala aqui expressamente nas cópias dos assentos dos livros, mas consigna essa disposição para quaisquer notas ou minutas dadas pelos Corretores sobre negociações em que tenham intervindo, e nesta enumeração acham-se aquelas cópias evidentemente incluídas.

Mas farão prova em favor dos Corretores?

A lei nada diz a tal respeito e não se podem, neste ponto, equiparar as cópias aos livros de onde são extraídas, pois, ao contrário do que sucede com estes, as partes interessadas têm conhecimento das indicações delas, podendo, portanto, exigir que elas sejam rectificadas, caso contenham menções erróneas ou falsificadas. Quando as partes assim não tenham procedido, pode-se considerar que sancionaram implicitamente a autenticidade da cópia e, portanto, não tem aqui cabimento o princípio geral de que os documentos facturados por um indivíduo não podem fazer prova em seu favor.

Como a lei nada estabelece, atendendo aos princípios expostos, entendemos deverem adoptar-se as seguintes regras: se a cópia se achar assinada pelas partes, deve fazer prova plena, conquanto, nem mesmo neste caso, se considere como um título autêntico, pois o Corretor, que nela intervém, não é um oficial público; quando falte a assinatura das partes, a cópia constitui unicamente uma presunção, uma prova de facto, que os tribunais podem considerar ou não suficiente, tendo, em caso de dúvida, o fácil recurso de reclamarem o exame do livro de onde a cópia foi extraída. De facto, porém, na prática, nunca as partes assinam tais cópias.

Em caso nenhum, porém, dos três apontados, a cópia dos assentos dos livros é indispensável para a prova em juízo. Pode ser suprida por qualquer outro meio e designadamente pelo exame directo dos livros dos Corretores. Contudo é incontestável a utilidade destas cópias, senão para as operações que se liquidam imediatamente, pois para estas pouca importância têm, pelo menos para as operações a prazo e condicionais, acerca das quais facilmente pode surgir alguma contestação. A apresentação em juízo das cópias permite dispensar o exame directo dos livros dos Corretores, o que é indubitavelmente cómodo e vantajoso.

A lei não regula a forma destas cópias, que se devem pois limitar a trasladar simplesmente, mas com toda a fidelidade, os assentos dos livros. Devem mencionar a data em que foram extraídas, pois por esta se decidirão as questões que se levantarem acerca da propriedade dos títulos, cujas transmissões delas constem.

Como dissemos, podem ser assinadas pelas partes ou simplesmente pelo Corretor. Na prática, as partes raras vezes assinam por desejarem conservar o segredo dos seus nomes e da operação que realizaram.

#### **b) Recibos dos valores entregues pelas partes**

Estes recibos não são exigidos por lei, mas usam-se em vários países e referem-se às somas e aos valores, que as partes confiam aos Corretores para a execução da operação ou para garantia dela. Têm por fim assegurar convenientemente os direitos das partes contra qualquer eventualidade, tal como um roubo do Corretor, ou mesmo a sua falência, a sua demissão, etc. Nestes casos, se os títulos se achassem nas mãos do Corretor, mormente sendo títulos ao portador, dificilmente se poderia provar que não pertenciam ao Corretor quando a sua entrega pela parte não constasse de documento algum.

Por isso parece-nos censurável que, como sucede em alguns países, os Corretores se recusem a passar estes recibos, fundados na impunidade que o silêncio da lei lhes garante em tal caso. Em França, em vez de passarem o recibo, mencionam a entrega dos fundos no seu livro; não há inconveniente nesta prática, quando a inscrição se faça em presença das partes, mas só pode ser inútil, quando não prejudicial, servindo de meio para encobrir qualquer fraude, se for feita na ausência dos interessados, como frequentes vezes sucede. Entre nós é costume geral passarem-se estes recibos.

Para impedir abusos possíveis, parece-nos, porém, que seria conveniente que a nossa lei impusesse aos Corretores a obrigação de passarem tais recibos, sujeitando-os, em caso de infracção, às penas disciplinares.

#### **c) Cartas de aviso**

Estas cartas são dirigidas pelos Corretores aos seus clientes, apenas realizam a operação de que os incumbiram, noticiando-lhes o curso ou preço por que ela se efectuou. São evidentemente úteis, porque põem logo o cliente

interessado ao corrente das condições fundamentais em que se efectuou a sua negociação, satisfazendo-lhe a sua natural curiosidade. É certo, porém, que a expedição destas cartas depende unicamente da vontade dos Corretores, visto a lei nada estatuir a tal respeito. Por isso, se o Corretor as não enviar ou só o fizer muito tarde, o cliente não poderá queixar-se judicialmente, nem exigir-lhe qualquer responsabilidade, salvo se por alguma convenção particular ele se tiver obrigado a enviar a dita carta.

#### **d) Notas para a realização das operações de Bolsa**

Estas notas, a que já muitas vezes nos temos referido, são aquelas pelas quais os Corretores transmitem aos pregoeiros as suas ordens. Devem conter as precisas indicações das operações a realizar e podem ser de cores diversas para bem se distinguirem e facilitarem o expediente (Reg. das Bolsas, art. 33º e § ún.).

Acham-se incluídas na disposição genérica do artigo 73º do Código Comercial, repetida no artigo 64º do Regimento dos Corretores, e portanto fazem prova contra os Corretores em caso de reclamação.

#### **e) Certidões**

Em certos casos, que é desnecessário enumerar, podem as partes ter necessidade de exhibir judicialmente uma certidão do Corretor. Assim sucede, por exemplo, para as alienações de bens dotais, pois, quando sejam fundos públicos e acções ou obrigações, só por certidão do Corretor se pode provar a realização da venda, o seu preço e condições (Cod. de Proc. Civ., art. 607º).

Por isso, a lei declara que os Corretores são obrigados a passar, à custa dos interessados e conforme constar dos seus livros, certidões de assentos respectivos aos contratos daqueles, sem dependência de despacho, e os que lhe forem ordenados pela autoridade competente (Cod. Com. art. 68º, nº 8º; Reg., art. 53º, nº 8º). Em princípio, os Corretores não podem passar certidão extraída do Protocolo, referente a uma negociação, a terceiras pessoas estranhas a ela. Podem-no, porém, fazer com consentimento escrito dos interessados ou quando isso lhes for ordenado pela autoridade competente (art. 57º).

Afim de garantir a autenticidade das certidões dos Corretores, a lei proíbe-lhes que passem alguma que não tenha referência nos seus livros;

se, porém, houver assento nestes, e isso lhe for ordenado por autoridade competente, devem ainda atestar o que souberem pelo terem presenciado e ouvido (Cod. Com., art. 80º, nº 5º; Reg., art. 5º, nº 6º).

Pode, porém, surgir uma dificuldade especial para a extracção das certidões, quando os livros de um Corretor, fechados e lacrados, tenham sido depositados na secretaria do tribunal de comércio, como vimos que sucede em caso de morte ou demissão (art. 69º). Nesta hipótese, que a lei previu expressamente, serão os livros abertos e a certidão passada pelo Corretor, que tiver feito a arrecadação, ou, no seu impedimento, por outro qualquer Corretor (art. 70º).

### BIBLIOGRAFIA

BÉDARRIDE – Ob. cit.

BOUDON – *La bourse et ses hôtes*, cit.

BUCHÈRE – Ob. cit.

COSACK – Ob. cit.

FONTAINE – Ob. cit.

GUILMARD – Ob. cit.

LAMBERT – Ob. cit.

LYON-CAEN et RENAULT – Ob. cit.

MARGHIERI – *Il motivi del nuovo codice*, etc., cit.

PFLEGER e GSCHWINDT – Ob. cit.

PICCINELLI – Ob. cit.

RAMBAUD – Ob. cit.

RENDU (Ambroise) – *Le jeu, le pari et les marchés de bourse* – Paris, 1870 – Pichon-Lamy et Denez.

SAY – *Agent de change* cit.

SAYOUS – Ob. cit.

SCHÉRER – Ob. cit.

SUPINO (David) – *Le operazioni di borsa*, etc., cit.

THALLER – Ob. cit.

VIDAL – *Agents de change* cit.

WALDMANN – Ob. cit.



## CAPÍTULO V

### APRECIACÃO GERAL DO NOSSO REGIME LEGAL A QUESTÃO DO MONOPÓLIO DOS CORRETORES

#### SUMÁRIO:

- I. – Exposição da questão<sup>168</sup>.
- II. – Os argumentos contra o monopólio; defesa do regime da comissão ou privilégio.
- III. – Refutação desses argumentos; a superioridade do monopólio.

#### I. EXPOSIÇÃO DA QUESTÃO

A estagnação do nosso mercado, o pequeno número e a reduzida importância das suas transacções reflectem-se naturalmente no profundo abandono a que tem sido votado pelos nossos economistas e jurisperitos. Não só não existe um único livro sobre a matéria, que na bibliografia estrangeira

---

<sup>168</sup> N. E.: O mundo que o leitor actual conhece difere bastante e em várias dimensões daquele que o autor toma como referência nas análises deste Capítulo: a) os Corretores individuais foram, em quase todos os países, substituídos por empresas mediadoras institucionalizadas; b) muitas dessas empresas podem também comercializar valores por conta própria; c) muitas corretoras são Membros das Bolsas, mas há mediadores que preferem não o ser, e outras que, pelo contrário, são membros de várias Bolsas e de outros mercados; d) a concorrência sobre uma Bolsa faz-se hoje por outras Bolsas, pelos mercados não-regulamentados locais, e pelo Mercado de Balcão; e) os bancos são hoje os grandes operadores e utilizadores das Bolsas; f) há hoje um outro tipo de supervisão sobre as Bolsas, sobre os mediadores, etc., que está muito mais próxima de todos eles do que um Governo e que, além disso, é altamente especializada nas operações destes mesmos mercados.

é objecto de milhares de obras, como nem mesmo nas revistas jurídicas ou comerciais e nos anais da nossa jurisprudência se encontram referências a ela; não conhecemos acórdãos de tribunais portugueses que se tenham referido, nem mesmo indirectamente, à vida jurídica da Bolsa<sup>169</sup>.

Deste modo não é para admirar que não só sejam desconhecidas as múltiplas controvérsias que na prática podem surgir na execução das leis e regulamentos da Bolsa, o que por várias vezes temos já observado, como nem mesmo tenham ainda sido discutidas entre nós as questões fundamentais da sua organização. Entre todas elas, avulta a questão do regime dos intermediários a que agora nos vamos referir, desacompanhados, como sempre, dos subsídios de qualquer trabalho nacional.

A questão do monopólio dos Corretores tem sido objecto de vivíssimas e acaloradas controvérsias, quer nas obras dos publicistas, quer nas discussões dos parlamentos e dos congressos especiais. É sobretudo em França, cuja legislação consagra princípios semelhantes aos da nossa, que a pugna se tem travado com mais acalorado entusiasmo.

Ao passo que uns defendem a conservação do regime em vigor, outros atacam-no violentamente, pretendendo alcançar a supressão do monopólio da mediação de Bolsa. Não propõem, porém, estes inovadores a absoluta liberdade no exercício de tal profissão, pois bem sabem que a anarquia e a fraude campeariam soberanas na falta de uma regulamentação legal.

O sistema que se opõe geralmente ao monopólio é o da comissão ou privilégio. Segundo esse sistema, a corporação dos Corretores continua a subsistir; simplesmente o número dos seus membros não é limitado, e a entrada nela é acessível a todos os que satisfaçam a um restrito número de exigências. Deste modo, todos os Corretores procurariam entrar na corporação, pois sem isso ficariam desacreditados e tornar-se-iam suspeitos a todo o público; os membros da corporação adquiririam, pelo simples facto da entrada nela, uma certidão da sua honestidade, e os excluídos tornar-

---

<sup>169</sup> N. E.: *Pelos vistos este problema de albeamento do país em relação à Bolsa (e ao mercado de capitais, em geral) já é uma questão bastante antiga. Porventura, a falta de cultura financeira aqui referida pelo autor explicará melhor esta nossa deficiência, que também já não é nova. Em particular, continua hoje a observar-se pouca atenção de autores nacionais a temas ligados às Bolsas e ao Mercado de Capitais.*

-se-iam, naturalmente para todos, traficantes de duvidosa probidade. Além dessa garantia, outras se poderiam obter por meio de uma regulamentação e direcção apropriadas a que todos estariam obrigatoriamente sujeitos; é claro, porém, que essa regulamentação e direcção seriam tolerantes e res- tritas, abrangendo só um número essencial de obrigações sancionadas de uma forma suave e conciliadora.

Tal é o sistema que se pretende substituir ao monopólio. Cumpre-nos pois ver qual dos dois é preferível, estudando os argumentos que, em defesa da sua causa, alegam os partidários de um e de outro. Esse será o objecto do presente Capítulo.

## **II. OS ARGUMENTOS CONTRA O MONOPÓLIO; DEFESA DO REGIME DA COMISSÃO OU PRIVILÉGIO**

As críticas e censuras feitas ao regime do monopólio completam-se logicamente com as respostas às objecções que costumam ser apresentadas pelos detractores dos mercados livres. Estudá-las-emos pois conjuntamente, indicando os assuntos principais a que umas e outras se referem.

1º) Proclamado em todos os países o princípio da liberdade do comércio, as leis dos monopólios antigos foram derruídas em toda a parte. Reconhecido o direito ao trabalho a todos os cidadãos, necessariamente se lhes havia de reservar a liberdade na escolha da profissão a seguirem. Apenas o monopólio dos Corretores, anacrónico e retrógrado, faz excepção a esta tendência suprema da evolução geral, impedindo que a Bolsa, como todos os mercados, seja um campo livre do progresso e da iniciativa individuais.

É certo que o monopólio existe legalmente e que, portanto, se acha ratificada a violação da liberdade pelo consenso geral da nação. Mas isso não impede que exista a violação da liberdade, pois há um certo número de princípios que permanecem superiores aos ditames de todas as organizações políticas e que estas são incapazes de alterar. Podem

as Câmaras, num país parlamentar, decretar legalmente a introdução de um regime de autocracia ferrenha; a decisão considera-se imanada da consciência colectiva da nação, mas nem por isso deixa de suprimir toda a liberdade individual.

Mas, violando com este monopólio a organização geral de todas as nações modernas, não se teve em vista o interesse público; pretendeu-se apenas favorecer os Corretores. Os Corretores são uns comerciantes como todos os outros. Há muitos ramos de comércio cuja utilidade é igual, senão superior, à da mediação na Bolsa, e contudo ninguém pensou nunca em decretar o monopólio do comércio. Os banqueiros negociam em letras e em papéis de crédito do mesmo modo que os Corretores, e todavia a sua profissão não está sujeita a regras especiais. As funções dos comissários e outros intermediários do comércio, tão semelhantes aos Corretores, têm progredido e crescido de importância tanto como as destes, sem que por esse facto o seu exercício seja cercado de garantias especiais. E, se alguma diferença houvesse de fazer-se, devia ser no sentido de libertar, mais do que qualquer outro, o comércio de Bolsa, pois ao passo que as negociações de mercadorias são mais difíceis, exigindo conhecimentos especiais e mais importantes, nas de títulos trata-se de um objecto que todos conhecem; e nas de letras é a firma que decide, sem que aos demais requisitos se ligue a mínima importância. Por isso, não se compreende que seja exigido o monopólio para a mediação de Bolsa, e que se consinta a sua liberdade em todos os demais mercados, alguns de considerável importância como são os que garantem o abastecimento de géneros em todas as cidades e vilas. Mas ainda mais absurdo é que se institua o monopólio na Bolsa para os Corretores de Valores, e que se isentem dele as Bolsas e os Corretores de Mercadorias.

E a pasmosa importância, recentemente assumida pela riqueza mobiliária, mais grave e monstruoso torna este desprezo pelo princípio fundamental da liberdade económica. É, na verdade, extraordinário que um monopólio abranja todo o comércio de tão colossais somas de riqueza.

2º) A tutela do Estado não pode ter na actualidade o mesmo carácter absorvente que tinha há alguns séculos. Os princípios da iniciativa e da responsabilidade individuais dominam toda a organização política

actual, e por isso o monopólio dos Corretores, representando o quase domínio do Estado no exercício de uma função comercial, contraria todo o direito público.

Em face dos princípios que regem o fim e as atribuições do Estado, deve este em matéria de mediação de Bolsa limitar-se a estabelecer um reduzido número de normas legais que previnam os abusos dos particulares, e intervir para reprimir tais abusos, quando os comerciantes por si mesmos o não façam. Nem mesmo pode ser necessária uma regulamentação legal minuciosa, pois, como prova o exemplo dos actuais mercados clandestinos, a Bolsa organiza-se e regulamenta-se por si mesma.

3º) A concorrência, que resulta do exercício livremente consentido a todos de qualquer profissão, representa o ideal da organização económica. A concorrência é a mola geradora de todo o progresso, porquanto até mesmo nos seus aspectos patológicos, nas crises e nos *cracks* a que dá lugar, é vantajosa para o público.

Graças à concorrência, os Corretores empenham-se em satisfazer e agradar aos seus clientes. Um dos primeiros benefícios dela seria certamente a diminuição das corretagens, facilitada demais a mais pela menor exigência de caução e de outras despesas que só permitem hoje em dia o exercício da profissão de Corretor a pessoas de uma certa abastança. Da diminuição do custo das operações de Bolsa resultaria necessariamente o aumento do seu número e, portanto, um movimento maior do mercado<sup>170</sup>. A circulação da riqueza mobiliária adquiriria um maior desenvolvimento e uma maior intensidade, o que redundaria evidentemente no florescimento do país pela sua crescente prosperidade económica.

---

<sup>170</sup> N. E.: *Será interessante ponderar nesta mensagem do autor porquanto, nos modernos mercados, incide sobre os investidores um número muito maior de custos, alguns dos quais se revelam bastante pesados. De facto, hoje temos que contar, pelo menos, com os custos dos intermediários financeiros, com os das Bolsas, das Clearing Houses, e com os das Centrais de Liquidação e de Registo das emissões. E a adicionar a todas estas taxas e comissões, aparecem ainda os impostos do Estado sobre juros, dividendos e mais-valias. O que sobra para o investidor que foi o único que arriscou as suas poupanças?*

Pela livre concorrência dar-se-ia entre os Corretores a conveniente e justa selecção; os mais inteligentes e probos destacar-se-iam daqueles a quem escasseassem tais qualidades, merecendo, de preferência a estes, a confiança do público. Deste modo, o público saberia a quem se devia dirigir e os Corretores teriam o estímulo suficiente para procurarem o seu próprio progresso, mantendo-se viva emulação entre eles para melhor cativarem os favores da clientela.

De resto, a benéfica acção da concorrência no exercício da mediação de Bolsa acha-se plenamente demonstrada pelo próprio regime de monopólio, que parece envolver a sua absoluta supressão. Com efeito, tem-se observado que nos países onde, ao lado de uma Bolsa oficial, existe um mercado livre, os progressos daquela são unicamente os que a concorrência deste impõe.

Portanto, o regime do monopólio que, impedindo a concorrência, sacrifica todos os seus benéficos efeitos, deve ser expungido das legislações. O monopólio apenas serve para conservar a rotina e para fazer com que os serviços dos Corretores sejam piores e mais caros.

4º) É certo que, ao princípio geral da liberdade do comércio e da concorrência económica, ainda as legislações modernas fazem algumas excepções. Mas estas excepções fundam-se na equidade ou na satisfação das necessidades gerais do público. Assim, existem vários monopólios, mas o dos Corretores nem mesmo em face da teoria geral dos monopólios é justificável, sendo instituído, não em proveito do público, mas unicamente no interesse dos Corretores. Com efeito, os monopólios existentes:

- a) ou são destinados a concorrer para a defesa nacional, v. g. o monopólio da pólvora e outros explosivos;
- b) ou consagram uma propriedade natural – são os chamados monopólios racionais – v. g. a propriedade literária, dos inventos, etc.;
- c) ou são de carácter fiscal, v. g. o monopólio dos tabacos, do álcool, etc.;
- d) ou, finalmente, destinam-se a prover à realização de um serviço público, v. g. o monopólio dos correios e telégrafos, alguns de viação, etc.

Ora o dos Corretores não pode ser incluído em nenhuma destas categorias. Nada tem com a defesa nacional, conquanto a Bolsa mantenha estreitas ligações

e exerça decisiva influência no crédito público. Mas o crédito do Estado é o que é, nenhuma organização da Bolsa pode avigorá-lo ou enfraquecê-lo; nem mesmo, quando o contrário fosse possível, seria admissível consegui-lo por este meio, pois ninguém deve pretender alterar artificialmente o crédito de um Estado, que é apenas um facto, uma realidade social. Portanto, o crédito público em nada seria atingido, se à organização monopolista substituíssemos a organização livre da Bolsa.

Não é um monopólio racional, pois o exercício da profissão de Corretor nada tem de inventivo; faz-se quase automaticamente e nunca pode haver nele uma produção material, que convenha garantir por um monopólio adequado.

Não é também um monopólio fiscal, porquanto dele não resulta nenhum aumento nas receitas do Estado; pelo contrário, a liberdade, fazendo crescer o movimento das transacções de Bolsa, determinaria uma cobrança mais repetida e avultada do imposto, que as onera, e, portanto, favoreceria os lucros do Estado.

Finalmente, não se trata de um serviço público, pois a Bolsa, apesar da sua importância geral, não pode ser como tal considerada. Além de que o monopólio dos Corretores tem em vista o interesse destes e não o do Estado.

Assim, o monopólio dos Corretores é condenado pela própria teoria dos monopólios e, trazendo vantagens para os seus titulares, mas nenhuma para o público, está em aberta contradição com o carácter e fim da Bolsa, a qual deve ter em vista os interesses dos portadores dos títulos que nela negociam, e não os dos intermediários destes.

5º) O monopólio, importando necessariamente uma restrição do número dos Corretores, torna-os insuficientes para as necessidades do mercado. A prova disto está na existência dos mercados livres, sem carácter legal, quando não ilícitos, que surgem em todos os países em que as transacções de Bolsa atingem uma certa importância<sup>171</sup>.

---

<sup>171</sup> N. E.: *Nem sempre os mercados paralelos surgem por incapacidade de resposta eficaz e eficiente de uma Bolsa pré-existente. Pode, por exemplo, haver nisso conveniência para os investidores quando a Bolsa está distante; pode haver uma outra solução organizativa e/ou operacional que melhor responda a, pelo menos, parte do mercado; e algumas bolsas paralelas são mais baratas para os investidores porque usam as cotações oficiais da Bolsa estabelecida para realizar as transacções com menores custos operacionais.*

A supressão do monopólio não será, pois, em muitos casos senão o reconhecimento legal do que de facto já existe.

334

De resto, os progressos da riqueza mobiliária, e consequentemente do seu comércio, são tais, que impossível se torna limitar o número dos que o hão de exercer; qualquer previsão seria arbitrária e facilmente podia ser excedida pela constante expansão desta forma de riqueza. Esta insuficiência dos Corretores oficiais tem sido o principal apoio e razão dos mercados clandestinos, cuja utilidade é incontestável.

A Bolsa oficial carece por demais de iniciativa e de arrojo; é incapaz de fazer nascer uma empresa económica, que só nos mercados livres encontra as facilidades e os auxílios, de que tanto carece nas suas primeiras fases de existência<sup>172</sup>. Sem estes nunca teria sido possível formar as grandes companhias contemporâneas, pois é neles que estas asseguram a colocação das suas acções pela negociação dos respectivos títulos provisórios, não permitida na Bolsa oficial<sup>173</sup>. É ao mercado livre que se devem igualmente os colossais empréstimos que alguns Estados têm necessitado contrair, as grandes operações de arbitragem e a colocação de títulos de um país noutro país, que fica sendo credor do primeiro e como tal exerce nele uma certa influência e poderio, se é que o não coloca, como por vezes sucede, numa estreita dependência. Hoje, com o monopólio, há muitas operações de menor importância que os Corretores desprezam e lançam à margem<sup>174</sup>, pelo que essas operações, que podiam ser e que era necessário que fossem negociadas na Bolsa oficial, de facto não o são, encontrando na Bolsa livre somente o indispensável acolhimento.

A tudo isto poderia satisfazer a Bolsa oficial, quando ao monopólio se substituisse o regime da comissão. Não desapareceriam em absoluto

---

<sup>172</sup> N. E.: *O aparecimento de uma Bolsa concorrente sem dúvida que obriga a Bolsa oficial a sair da sua letargia, mas, no mundo de hoje, isto é uma questão diferente do monopólio da corretagem.*

<sup>173</sup> N. E.: *Por isso é que a Bolsa de Lisboa criou a partir de 1/Fev/1983 um segmento de mercado, dito não oficial, onde a negociação destes títulos provisórios representativos das futuras acções – as Cautelas – era possível até à admissão final dos títulos definitivos no chamado Mercado Oficial.*

<sup>174</sup> N. E.: *Uma das vantagens de um sistema detalhadamente regulado pelo Estado encontra-se ao nível das comissões de corretagem. Se a comissão não for uma permilagem do montante transaccionado mas sim um valor fixo e independente da dimensão do negócio, os pequenos investidores serão afastados do mercado pelo excessivo peso relativo dessa corretagem na rentabilidade final dos seus diminutos investimentos.*



os Corretores livres, mas constituiriam uma pequena excepção, e esses mesmos seriam úteis, desempenhando funções semelhantes às dos *jobbers* ingleses. Mas, deste modo, os agentes livres, em vez de inimigos da Bolsa oficial, transformar-se-iam em seus eficazes cooperadores e auxiliares.

- 6º) Como a Bolsa oficial, no regime do privilégio, desempenharia todas as funções cujo abandono actual justifica a existência dos mercados livres, é claro que estes desapareceriam.

Conquanto estes prestem grandes serviços, com o actual regime escapam a toda a fiscalização, e o seu carácter mais ou menos ilícito está longe de garantir a regularidade das operações que neles se efectuam e de fornecer as necessárias seguranças aos direitos e interesses das respectivas partes. Por isso, o seu desaparecimento só podia ser bem recebido, logo que um outro órgão, a Bolsa oficial, assumisse com mais perfeição o desempenho das funções que hoje lhe competem.

Fora da Bolsa ficariam apenas os *jobbers* que ainda lhe serviriam de auxílio; esses mesmos poderiam ser sujeitos a uma certa regulamentação e designadamente obrigados à prestação de uma caução idónea.

- 7º) Defendendo os privilégios dos Corretores monopolistas, costumava-se alegar que eles são a justa compensação dos onerosos encargos a que estão sujeitos, e das muitas e importantes garantias que são obrigados a prestar ao público.

A verdade, porém, é que a maioria das garantias e encargos, a que se alude, resultam, não dos regimentos próprios dos Corretores, mas da própria regulamentação do mercado, a qual existe do mesmo modo com o regime do simples privilégio dos Corretores. É o que, de resto, melhor se verá, analisando um por um, como vamos fazer, os pretendidos benefícios, que se fazem derivar do monopólio.

- 8º) A publicidade é igual na Bolsa oficial e no mercado livre, visto que em ambos se anunciam em voz alta as operações. Podem diferir as

operações no modo da sua realização, mas no referente à publicidade são idênticas.

336

No mercado livre é vulgar o contrato directo entre o cliente e o Corretor, que, só depois de combinado, é anunciado. Mas o mesmo se pode fazer no mercado oficial; assim, um Corretor quer adquirir uns títulos: simula a sua venda a uma entidade fictícia; depois quer revendê-los mais caros: a mesma entidade apresenta-se como vendedor ao novo cliente; a publicidade é sempre mantida. Deste modo se vê que a publicidade pode não bastar para garantir a correcção da operação, mas todas as vantagens que se lhe possam atribuir, existem tanto na Bolsa como no mercado livre.

9.º) Pretende-se ver no monopólio dos Corretores uma garantia decisiva da segurança das operações de Bolsa. Mas, ainda que isso fosse exacto, não bastaria para justificar o condenado regime.

Em todo o comércio, e podemos mesmo dizer em toda a vida social, não há uma chapa a indicar a moralidade de uns indivíduos, que a possuem, e a subentender a desonestidade dos restantes, nem a sua falta se faz sentir. O negociante interessado é o melhor juiz da honestidade do Corretor e ninguém, tão bem como ele, poderá precisar o grau de confiança de que este se torna digno.

É que a lei não confere honestidade, porque, se de tal fosse capaz, devia fazê-lo a todos os cidadãos; a probidade dos Corretores não provêm da lei, que a regula; é ditada pelo seu próprio interesse, quando bem compreendido. Não é pelo facto de um indivíduo satisfazer a todas as condições que a lei exige para o exercício do cargo de Corretor, que merece a confiança do público; esta tem causas inerentes à sua própria pessoa. Quando muito, poderemos admitir, pois nem outro é o fim de tais disposições legais, que o cumprimento das condições da lei representa uma presunção teórica da idoneidade dos Corretores oficiais mas, como todas as presunções, poderá ela ser contraditada pelos factos.

Os factos demonstram precisamente a que se reduz a segurança, pretendida inabalável, que o monopólio vem dar ao mercado financeiro. A estatística

prova-nos, com o testemunho irrecusável das suas cifras, que a criminalidade média dos oficiais públicos não é inferior à da massa comum dos cidadãos, e todos sabem quão frequentes têm sido as falências dos Corretores e quão extensos são os desastres e ruínas que delas resultam.

A aludida segurança, fundada no monopólio dos Corretores, só serve para enganar o público, levando-o a vigiar com menos cuidado os seus intermediários e expondo-o assim a perigos mais frequentes e de maior gravidade.

De resto, o Corretor que se mantenha nos limites da sua função, nunca pode comprometer a segurança da Bolsa; se o fizer, por sair das suas funções legais, perde, por isso, todos os privilégios da sua qualidade de Corretor e fica unicamente incurso nas normas comuns do direito repressivo. Tudo isto é igual em ambas as formas de mercado.

Deste modo se prova que a honestidade existe, tanto nos Corretores da Bolsa oficial, como nos do mercado livre. Se alguma diferença houver, quanto ao seu crédito, será ainda em favor do mercado livre, onde ao crédito pessoal se pode juntar o de todos os seus próximos e o de uma corporação maior, e consequentemente mais poderosa.

10º) O monopólio dos Corretores também se defende com a necessidade de confiar a uma corporação devidamente organizada a formação das cotações; só por meio do monopólio, dizem, se pode garantir a sinceridade das cotações bolsistas.

Sem dúvida, os Corretores monopolizados desempenham com a máxima correcção a missão que lhes é incumbida com referência às cotações, e é inegável a extrema importância desta, mas o mesmo pode e deve suceder no mercado livre.

No monopólio, a regra é a exactidão das cotações, a excepção a sua falsidade – precisamente o mesmo pode suceder no mercado livre. A corporação dos Corretores existe neste do mesmo modo, sendo apenas alargados os seus quadros; nada obsta, pois, a que continue a desempenhar idênticas funções.

De resto, a sinceridade das cotações não é difícil de assegurar. Para as mercadorias em geral, e mesmo para as de maior importância, como o pão, o vinho, etc., ninguém se acha incumbido de apurar os seus preços e contudo

não são eles falseados em detrimento do público; este defende natural e espontaneamente os seus interesses contra as manobras dos falsários. Porque razão não há de suceder o mesmo com os preços dos títulos e valores de Bolsa?

A verdade é que no mercado livre, tanto como na Bolsa oficial, há de ser difícil, ainda quando se queira fazê-lo, falsear as cotações. As garantias principais da sua exactidão são a publicidade e a unidade, que se impõem obrigatoriamente aos Corretores e que também podem e devem existir no mercado livre.

Se observarmos o que se passa na Bolsa, vemos que a qualquer hora todos os seus frequentadores sabem quais são as cotações correntes. Nem é a intervenção dos Corretores nas transacções que autentica as cotações que delas resultam, pois a cotação dos câmbios é feita por eles, sem que, como sabemos, transaccionem em tais títulos; a cotação chega-lhes às mãos, de facto já feita, e eles limitam-se a sancioná-la. Contudo, ninguém duvidou nunca da sua autenticidade, porque todos sabem que é impossível um engano ou uma fraude em tal matéria.

Não são os Corretores que fazem as cotações; eles limitam-se a verificá-las tais como resultam das transacções ocorrentes. Nalguns países esta função é considerada tão simples que se costuma confiar a empregados subalternos, e já alguns alvitram que se poderá fazer a fixação das cotações por meio de aparelhos registadores automáticos!<sup>175</sup>

Dizem os defensores do monopólio que no regime da liberdade não se pode obter a igualdade de crédito de todos os Corretores e que deste modo a sua remuneração, variando com o seu grau de solvabilidade, vem influir no custo e, portanto, no preço da transacção, o que dá lugar a alterações artificiais das cotações. Mas, em regime nenhum, nem no do monopólio, nem em qualquer outro, se pode pretender conseguir a absoluta igualdade do crédito de todos os Corretores, de maneira que, segundo esse raciocínio,

---

<sup>175</sup> N. E.: *De facto, a automatização é hoje quase a única solução operacional em vigor, e poucas Bolsas mantêm ainda a negociação presencial dos "traders" na sala das sessões. Mas o que se automatizou foi apenas a introdução e registo das ordens introduzidas bem como o casamento entre essas ordens quando satisfazem os requisitos detalhados pelos seus comitentes. De resto, as decisões de compra e venda continuam "humanizadas" e os próprios sistemas computadorizados de decisão baseados em algoritmos – "algo trading" – mantêm uma dependência de parâmetros quantitativos que lhe são fornecidos por pessoas. Aliás, há argumentos a favor da negociação oral que levam a que alguns mercados mantenham ainda este sistema de negociação presencial.*

as cotações da Bolsa são sempre falsas. Tudo isto só serve para embrulhar e complicar a questão; na realidade, porém, o que se dá é o seguinte: os preços das operações efectuadas determinam a cotação de cada dia, e os Corretores nada mais fazem do que verificar a concordância entre os primeiros e a segunda, para fixarem esta.

- 11º) Em favor, e para elogio do monopólio, costuma-se apontar com entusiasmo a solidariedade da corporação dos Corretores na responsabilidade proveniente dos actos realizados por cada um dos seus membros.

Em primeiro lugar, é preciso moderar tais entusiasmos, pois que a solidariedade entre os Corretores, no regime do monopólio, é bem natural que exista, tão grandes são as vantagens, que de tal regime eles auferem. Mas nem por isso ela existe sempre: numas vezes há um simples compromisso entre os Corretores, de que o público se não pode prevalecer para exigir obrigatoriamente a responsabilidade da colectividade, noutras vezes falta por completo, como sucede em Portugal.

Mas a solidariedade pode existir perfeitamente numa corporação de Corretores livres; os recursos produzidos pelas corretagens dos seus membros constituem um fundo que lhe pode servir de suficiente garantia. A solidariedade não está pois destinada a desaparecer com o monopólio, nem há razão para afirmar que a supressão deste possa de algum modo afectar a segurança das transacções. Também as antigas corporações de artes e ofícios desapareceram em quase todos os países e em parte alguma a sua destruição originou tão funestas consequências.

- 12º) Os defensores do monopólio dizem que só este pode revestir os Corretores do carácter de oficiais públicos, que é indispensável para os habilitar a praticar certos actos necessários, tais como a verificação da autenticidade de algumas assinaturas, a factura de certidões, etc.

Sem dúvida, estas funções dos Corretores assumem, em certo modo, o carácter de função pública, mas, se estão ligadas à sua função princi-

pal, permanecem todavia por completo independentes dela. O Corretor não é um notário e, por isso, não tem como característico o desempenho de funções de carácter notarial, como são essas. Na realidade, a sua importância é diminuta e não são mais do que um encargo oficial imposto aos que exercem a profissão de Corretor, idêntico afinal a outros encargos que oneram certas profissões, como as de advogado, de médico, etc., que por esse facto nunca deixaram de ser livres.

Mas, ainda reconhecendo a necessidade de organizar e regular de modo especial o desempenho destas funções, fácil será satisfazer a esse propósito no regime da comissão. Com efeito, como são independentes da função principal, pode para elas permanecer o monopólio, ficando a cargo de alguns funcionários, e estatuir-se a liberdade para as demais atribuições ou, não querendo criar um monopólio legal, poder-se-á estabelecer entre os próprios Corretores um monopólio de facto, sendo pelas autoridades, a quem cabe ordenar tais diligências, incumbidos delas sempre os mesmos Corretores, isto é, os mais aptos. Além de que algumas destas atribuições podiam, sem inconveniente, ser confiadas a outros funcionários. O certo é que elas, só por si, não bastam para justificar a existência do monopólio dos Corretores.

13º) As demais obrigações e proibições impostas aos Corretores no regime do monopólio, como, por exemplo, a proibição do comércio por conta própria, em que pretendem ver outras tantas garantias derivadas do monopólio, são perfeitamente compatíveis com o mercado livre e nele se poderiam conservar. Algumas das regras da profissão de Corretor são mesmo de carácter mais geral e comuns a todas as profissões, como a que manda observar o segredo profissional, ou a todo o comércio, como as que regulam a sua escrituração.

14º) O monopólio é por vezes invocado como uma barreira contra a agiotagem, citando-se a tal respeito vários exemplos da sua acção benéfica.

De facto, porém, há muitos exemplos de agiotagem exercida por Corretores, e muitas vezes são os seus próprios regulamentos que incitam o público à

especulação. Os exemplos que se costumam citar, cujo exame demorado a índole deste trabalho nos não permite fazer, nada provam, pois aí a restrição ou a repressão da agiotagem derivou sempre de causas gerais, independentes da influência dos Corretores.

15º) Para favorecer o monopólio dos Corretores, pretende-se por vezes confrontar o exercício desta profissão com o de outras, para as quais também se exigem diplomas e habilitações especiais, como as de médico, de advogado, etc.

Em resposta, poder-se-ia fazer notar que as profissões citadas respeitam a interesses vitais ou, pelo menos, de grandíssima importância, ao passo que no caso presente se trata apenas de certos negócios privados. Mas a objecção fundamental reside na incontestável diversidade dos casos comparados, pois nem tais profissões são monopolizadas; as condições, a que o seu exercício está subordinado, são unicamente assimiláveis às condições que se exigem para a admissão ao cargo de Corretor e bem podiam encontrar um equivalente adequado na organização livre do mercado.

Alguns até já pretenderam assemelhar o exercício da profissão de Corretor e o da indústria dos caminhos de ferro, sem se lembrarem que esta envolve o exercício de direitos especiais, além do direito de trabalho, os quais só por delegação do Estado se podem obter, como, por exemplo, o direito de expropriação. Ora, é precisamente em virtude das circunstâncias particulares que o uso de tais direitos pode criar que a indústria ferroviária é monopolizada ou, pelo menos, subordinada a regras especialíssimas.

16º) O carácter anacrónico e prejudicial do monopólio dos Corretores demonstra-se ainda pelo estudo histórico e comparado dos diferentes mercados. Na sua história, em França, o país por excelência da corretagem monopolizada, encontramos sempre como causa da sua instituição e das suas sucessivas transformações a ganância do fisco.

O monopólio, geral na antiguidade e ainda hoje no Oriente como base da organização social, desapareceu nos principais mercados e foi substituído

pela liberdade, que logicamente resulta da proclamação do direito ao trabalho. Quase todos os Estados têm, com efeito, reconhecido que o monopólio, fechando uma profissão, é vantajoso para um pequeno número de cidadãos, mas prejudicial para todos os mais, e por isso, em todos os mercados principais, sobretudo nos que recentemente mais têm progredido, o monopólio foi extinto.

17º) Como último recurso para a salvação do monopólio, descrevem alguns as grandes dificuldades que acarretaria a sua transformação num regime de simples privilégio.

Na realidade, porém, todas essas dificuldades seriam facilmente vencidas. As cauções de todos os novos Corretores, e ainda dos *jobbers*, forneceriam ao Estado um enorme depósito de valores, de que poderia dispor para a reorganização do mercado. Além disso, fácil seria indemnizar os Corretores existentes das perdas trazidas pela reforma, por meio de anuidades pagas pelo produto de um imposto lançado sobre todos os novos Corretores.

Na realidade, todos os argumentos apresentados contra a supressão do monopólio não são mais do que as objecções costumadas, que se alegam sempre que de um regime de excepção se quer passar para um regime de liberdade.

*“Ainda neste argumento da mediação, dizia ZEPPA ao Conselho do Comércio e da Indústria de Itália, os impugnadores do princípio de liberdade nada acrescentam de novo às tímidas e receosas objecções que se costumam fazer todas as vezes que se tenta desvincular um ramo da actividade social de todos os embaraços, com os quais os interesses parciais e a ignorância dos governos souberam entorpecer o seu livre desenvolvimento”.*

### **III. REFUTAÇÃO DESSES ARGUMENTOS; A SUPERIORIDADE DO MONOPÓLIO**

Convictos da superioridade do monopólio sobre qualquer outro regime de corretagem, cumpre-nos expor agora os argumentos que se alegam or-



dinariamente em sua defesa e procurar, tanto quanto possível, responder às objecções dos nossos antagonistas. Para maior clareza da discussão presente, seguiremos na exposição dos argumentos a mesma ordem adoptada no número antecedente, procurando fazer coincidir os mesmos assuntos com a mesma numeração.

1º) Sem dúvida, a liberdade económica é condição indispensável da troca, que a pressupõe. Para que um indivíduo tenha liberdade de troca não basta, porém, a mera faculdade subjectiva de escolher entre a troca de um objecto que possui, e a sua conservação; é necessário encontrar uma vontade correspondente<sup>176</sup>. Bem pode suceder, com efeito, que existam dois desejos de troca iguais e opostos, como é necessário, mas que se não encontrem, e então o negócio não se fará ou far-se-á em más condições. Um indivíduo, por exemplo, quer comprar um dado objecto por 100\$000 reis, outro quer vendê-lo por igual preço; se se encontrarem, realizar-se-á o negócio com pleno aprazimento das duas partes; se, porém, nunca chegarem a juntar-se, bem pode acontecer que um compre por 101 e outro venda por 99; daí, a necessidade de um terceiro, que ponha em relação os compradores com os vendedores<sup>177</sup>, para que o jogo da oferta e da procura, não sendo contrariado por nenhuma circunstância accidental, se efectue em plena liberdade.

Esta é que é a noção da verdadeira liberdade do mercado que, como se vê, é bem diferente do mercado livre. É certo que tal liberdade não passa de um ideal insusceptível de ser praticamente conseguido por completo, pois a educação económica varia; poucos a possuem em alto grau e esses, sendo mais hábeis, levam vantagem a todos os outros, no que são auxiliados ainda muitas vezes por manejos incorrectos, a que não hesitam em recorrer. Se assim não fosse, a completa liberdade da troca, incluindo a plena liberdade

---

<sup>176</sup> N. E.: *Encontrar uma contraparte, alguém disposto a transaccionar com ele.*

<sup>177</sup> N. E.: *Esta é a função essencial que é atribuída ao corretor puro: encontrar compradores para os vendedores e vice-versa. Nos mercados centralizados como as Bolsas este encontro de vontades opostas é facilitado pela própria concentração num único local dos interesses de compradores e vendedores.*

dos mercados, seria sem dúvida a organização preferível. Como, porém, é incontestável que nem todos dispõem de iguais elementos e habilitações, que o mesmo é dizer de igual força na luta dos interesses económicos, torna-se indispensável organizar o campo onde essa luta se trava, que é o mercado, de modo a proteger os esforços dos bons e a contrariar os dos maus<sup>178</sup>.

A melhor organização do mercado, segundo aquela orientação, será, pois, a que permita a todos venderem o mais caro e comprarem o mais barato possível. Para isto é necessário que todas as propostas sejam conhecidos pelos intermediários do mercado e, conseqüentemente, pelos seus frequentadores. Mas, se às considerações determinantes do preço que se pede ou que se oferece, vêm acrescer outras derivadas do crédito da entidade que o propõe; se, por exemplo, ao preço que eu desejo dar por um valor, prefiro aumentar um tanto para o comprar ao Corretor **A**, cuja solvabilidade é certa, e não ao Corretor **B**, de reputação duvidosa, o preço já não é invariavelmente ditado pelo desejo de adquirir o objecto e pode corresponder a uma oferta dele, feita pelo Corretor de confiança, mas não a uma oferta feita pelo Corretor de quem se desconfie<sup>179</sup>. Deste modo, o jogo da oferta e da procura é falseado por completo.

Ora a diversidade de crédito dos Corretores é inerente, como veremos, aos mercados livres e por isso se pode afirmar que, apesar do seu nome, esta organização não conduz à liberdade do mercado. Deste modo, e conquanto isso pareça paradoxal, o monopólio não contraria a liberdade real da Bolsa.

Citam-se os mercados que abastecem as cidades em favor da liberdade da Bolsa, mas a verdade é que entre uns e outros não há analogia alguma. O mercado urbano interessa só a um pequeno número de indivíduos, que residem perto do seu local, e a Bolsa interessa a toda a nação, quando não a todo o mundo; todos os concorrentes ao mercado se conhecem mais ou

---

<sup>178</sup> N. E.: O autor chama aqui a atenção para as exigências de uma negociação equilibrada entre as partes: conhecimento das matérias financeiras – a tão apregoada literacia financeira –, conhecimento dos detalhes operacionais do mercado em utilização, e informação útil e atempada sobre o estado do mercado em cada instante. Em tudo isto, o mediador financeiro pode prestar um serviço de valor acrescentado aos investidores.

<sup>179</sup> N. E.: O argumento de o preço de transacção ser afectado pela credibilidade do Corretor não parece válido se todas as ordens dos investidores comunicadas aos mediadores tiverem de ser expostas previamente ao mercado antes de serem executadas. O preço será então apenas o resultado do consenso no mercado nesse momento.

menos, ao passo que os frequentadores da Bolsa se ignoram totalmente; o verdadeiro valor das mercadorias trocadas verifica-se pelo seu exame e exige um número restrito de conhecimentos, que todos os seus negociadores possuem – pelo contrário, o valor do título de Bolsa é ignorado por quase todos e só pode ser averiguado com minuciosas investigações, que apenas pouquíssimos privilegiados poderão tentar; todas as compras e vendas do mercado são feitas a contado – pelo contrário, na Bolsa domina soberanamente o crédito<sup>180</sup>. Enfim, as diferenças são tão grandes, que uma simples observação presencial basta para as revelar e inutilizar todo o valor do confronto.

Nem o comércio da Bolsa é comparável ao comércio em geral; nele uma simples inscrição num livro basta para realizar uma transacção importantíssima, a extrema fungibilidade dos seus objectos não é atingida por nenhuma outra causa e, além disso, os Corretores transaccionam, em regra, em seu nome próprio<sup>181</sup>, o que torna necessário que o seu crédito pessoal seja de um valor muito superior ao que pode ser preciso para qualquer outro intermediário comercial. Por tudo isto, natural é que a Bolsa e a sua mediação estejam sujeitas a uma organização especial.

Nem mesmo restringindo mais o paralelo se podem assimilar as Bolsas de Valores às Bolsas de Mercadorias, sendo o monopólio para as primeiras bem mais indispensável do que para as segundas. Entre as Bolsas de Mercadorias há absoluta independência; não só as cotações de uma Bolsa não influem decisivamente nas cotações das demais, como nem mesmo dentro de cada Bolsa as cotações de um género actuam nas dos restantes; pelo contrário, nas Bolsas de Valores a cotação de um só título numa só Bolsa pode influenciar as cotações de todos os títulos em todas as Bolsas. Pelo que respeita aos Corretores de mercadorias e de valores não é menor a diferença; os primeiros existem em toda a parte, tanto fora como dentro da Bolsa; os segundos restringem-se à Bolsa e nas próprias transacções em que intervêm, a responsabilidade destes é bem maior do que a daqueles;

---

<sup>180</sup> N. E.: *Operações de compra e de venda a prazo – firmes ou com opção – em que o preço é fixado hoje, mas a transacção executa-se algumas semanas mais tarde. O risco de incumprimento das partes é assim significativo.*

<sup>181</sup> N. E.: *Isto não significa comércio por conta própria mas que o Corretor comprador não informa o seu colega vendedor da identidade do seu comitente – nem vice-versa – na ordem acordada na Bolsa.*

deste modo, compreende-se que os Corretores de valores estejam sujeitos a normas especiais, e entre elas ao regime do monopólio, ainda quando os Corretores de mercadorias são delas dispensados.

A influência que os Corretores exercem nos seus clientes, a quem vulgarmente aconselham, justifica também a restrição da liberdade de exercício da sua profissão. Nem, de resto, em todo o comércio há a ampla liberdade que se pretende; muitos dos seus ramos como, por exemplo, o farmacêutico, estão sujeitos a regras especiais estabelecidas no interesse público.

Portanto, a natureza especial das funções dos Corretores, bem como as condições próprias do seu objecto, justificam a diferenciação existente entre o seu regime e o do comércio em geral. Transcrevamos ainda, para o demonstrar, as seguintes palavras proferidas por THERY no Congresso internacional dos títulos mobiliários celebrado em Paris em 1901:

*“Parece-nos apesar de tudo o que disse o Sr. EMMANUEL VIDAL, que os valores mobiliários não são mercadorias como os outros. São sim mercadorias, pois que se criam, se vendem ou se compram, mas não são certamente mercadorias semelhantes ao trigo, ao algodão ou à lã, visto que em todos os países do mundo, incluindo aqueles em que a liberdade comercial é considerada como uma necessidade, têm intervindo todavia leis para regulamentar as condições dos valores mobiliários. Trata-se pois de mercadorias tendo um carácter particular e foi esse carácter que inspirou as leis especiais de que acabo de falar (leis sobre criação, emissão e negociação dos valores mobiliários) e que se encontram em todos os países”.*

De resto, ainda quando o monopólio fosse ofender a liberdade necessária do comércio, fazia-o legalmente e, portanto, no interesse geral, de que a lei deve sempre ser considerada a intérprete autorizada. Dizem os nossos adversários que, ainda que ratificada pelo consenso geral, a ofensa ao princípio de liberdade não deixa de existir. Referem-se, sem dúvida, à liberdade como princípio superior às leis, à liberdade como direito natural, o que nós não podemos admitir. A liberdade não é mais do que um conjunto de faculdades garantido pela lei aos cidadãos, está pois subordinada à lei, varia com ela e por ela deve ser entendida.

2º) A natureza especial que, como acabamos de ver, tem o cargo de Corretor, justifica a intervenção do Estado na sua regulamentação legal. O Estado não intervém nas transacções da Bolsa, pois isso seria manifestamente absurdo, mas regula a sua organização e em especial as funções e o monopólio dos Corretores.

Nem, desempenhando tal missão, o Estado atraiçoa o seu fim, pois procura apenas satisfazer às necessidades de ordem pública que derivam do exercício da mediação de Bolsa. O facto do Estado regular a profissão de Corretor, longe de condenar a instituição do monopólio, só serve para confirmar as suas vantagens, pois ninguém poderá admitir que haja oposição entre os seus actos e o interesse do público bolsista; o Estado limita-se a estudar estes interesses, que são os da maioria da nação, e a tomar as medidas necessárias para devidamente os acautelar e proteger. Assim se prova que o monopólio é instituído em proveito do público e não dos Corretores, como alguns costumam dizer. De resto, quase nos poderíamos dispensar de refutar este argumento, porque todas as razões que expusemos para justificar a intervenção do Estado na organização das Bolsas têm aqui igual cabimento.

Nem, de facto, a acção do Estado é hoje tão restrita, como pretendem os nossos adversários que parecem aceitar ainda a noção do Estado-*gendarme*. Pelo contrário, a moderna ciência política, em vez de a condenar, mostra-nos dia a dia a crescente expansão da acção social do Estado, em face da qual não é de admirar que o Estado intervenha na regulamentação da mediação de Bolsa.

É certo que os mercados livres conseguem ter uma regulamentação própria, mas não só não é tão completa como a das Bolsas oficiais, como ainda se nos deve tornar suspeita, pois, sendo o fruto das decisões dos próprios intermediários das Bolsas, que voluntariamente a formulam e voluntariamente a cumprem ou infringem, natural é que se destine somente a beneficiá-los, ainda que com menosprezo dos interesses do público.

3º) Sem dúvida a concorrência é vantajosa, mas deve incidir unicamente no preço da corretagem. Ora não é isso o que sucede no mercado livre, em que variam os custos das operações, conforme as qualidades

dos Corretores, que nelas intervêm, chegando até alguns a pagarem aos seus clientes. Isto mostra bem a que processos recorrem para obter a remuneração, de que certamente não prescindem.

Com efeito, aos Corretores não importa fazer uma redução na corretagem, logo que se possam compensar com um aumento fictício do custo da operação e assim é que nos mercados livres a cotação real difere geralmente da que figura no Boletim oficial. De resto, a liberdade da mediação não leva necessariamente à redução das corretagens, pois facilmente se poderiam acordar todos os Corretores para aumentarem os seus salários encobertamente, a título, por exemplo, de despesas acessórias. Logo que este acordo reunisse a maioria dos Corretores, os divergentes seriam fatalmente vencidos, e até porventura excluídos da Bolsa, e o público ver-se-ia obrigado a pagar mais caro.

A natureza especial das transacções de Bolsa, que deriva da absoluta igualdade dos títulos mobiliários, não comporta a concorrência referente à qualidade das mercadorias trocadas, restringindo-se unicamente ao preço. A verdade é que na Bolsa a concorrência importante é a que se dá entre os portadores de títulos; assim, na alta, todos querendo comprar, cada um oferece preços mais elevados do que o seu vizinho e o vendedor espera, até que a alta das cotações, que dessa concorrência resulta, tenha chegado ao que ele suponha ser o seu limite máximo; inversamente, na baixa, todos os que se querem desfazer dos seus títulos vão-nos oferecendo por preço cada vez mais baixo e o comprador vai esperando, até que as cotações desçam a uma cifra, em que ele julgue vantajoso adquirir os títulos. Deste modo, vê-se que a concorrência na Bolsa assume aspectos especiais e diversos dos do comércio em geral; neste leva sempre à restrição dos preços e à supressão de alguns concorrentes, na Bolsa tem por único efeito determinar uma alta ou uma baixa das cotações respectivamente proporcionais à procura ou oferta dos títulos e em nada influi no número dos concorrentes.

De tudo isto resulta que a concorrência não pode ter na Bolsa nem o mesmo carácter, nem os mesmos efeitos, que possui no comércio em geral. Não visa como neste a satisfazer as exigências dos consumidores, pois, na Bolsa, o que constitui favor para um interessado, representa sempre prejuízo

para outro. Nem se diga que o aumento de consumo, consequência normal da concorrência, tem equivalente quanto aos títulos mobiliários; para estes, o aumento do tráfico e do consumo, que corresponde à colocação, está unicamente sujeito às alternativas por que passa a economia individual dos cidadãos. A redução da corretagem nunca pode ser muito grande, nem exercer grande influência no movimento da Bolsa.

De resto, como já anteriormente dissemos, as reduções excessivas das corretagens são funestas. Diminuindo os lucros lícitos dos Corretores, elas impelem-nos, com efeito, a procurar ganhos ilícitos; restringindo a fortuna dos Corretores, diminuem correspondentemente as garantias de solvabilidade que eles oferecem ao público, e fazendo descer o lucro, e portanto a posição dos Corretores, afastam desta profissão a gente mais digna, passando a ser unicamente exercida por indivíduos de poucos recursos e de baixa esfera social.

Mas, nem a liberdade do mercado pode contribuir, na realidade, para o barateamento da corretagem. Com efeito, vivendo os Corretores à custa do público, é claro que no dia em que ao mundo restrito do monopólio se substituir a grande multidão do mercado livre, maior número de indivíduos terá o público de sustentar e, portanto, mais há de pagar e mais caras hão de ser as operações de Bolsa. Acresce ainda a vantagem para o monopólio do conhecimento e certeza das corretagens; sendo estas fixadas por lei, todos sabem quanto têm de pagar, ao passo que no mercado livre estão sujeitos ao capricho imprevisto do Corretor.

De resto, dentro dos limites restritos em que é possível, a concorrência dá-se tanto na Bolsa oficial, como no mercado livre, pois em ambos os casos têm os Corretores quase igual interesse em atrair a clientela. Simplesmente no regime do monopólio o engrandecimento da freguesia é o verdadeiro fim que o Corretor tem em vista, ao passo que no mercado livre é apenas um meio de fazer fortuna; e por isso os clientes são muito bem tratados na aparência, mas no fundo espoliados tanto quanto possível. Acresce ainda no regime do monopólio uma outra vantagem para o público e é que, sendo mais restrito o número dos Corretores, é-lhes mais fácil conhecerem os frequentadores da Bolsa e por isso dispensá-los de garantia ou reduzirem-na nas transacções de que por eles sejam incumbidos.

Por outro lado, no monopólio não é tão restrito o número dos Corretores, que o público não tenha a liberdade de escolher entre eles os mais idóneos. Por isso, o estímulo existe para o progresso dos Corretores e o comércio terá ocasião de patentear as suas apregoadas faculdades de sábio discernimento e de prudente selecção.

4º) Aos argumentos tirados da teoria dos monopólios poder-se-ia responder com a discussão da própria teoria, que está longe de ser insusceptível de crítica. Há por exemplo um monopólio, a que os nossos antagonistas não aludem, e que tem incontestável analogia com o da Bolsa: é o da emissão de notas bancárias. Este monopólio é todavia evidentemente instituído no interesse público, procurando evitar a anarquia do sistema monetário e a depreciação da moeda fiduciária. Semelhantes razões se podem invocar para justificar o monopólio do comércio de valores mobiliários, que abrange necessariamente o de fundos públicos.

Mas ponhamos de parte a discussão da teoria dos monopólios, que nos poderia levar muito longe, e limitemo-nos a mostrar como o monopólio legal conduz à igualdade, ao passo que o regime da comissão gera a desigualdade e um monopólio de facto. Com efeito, não tendo o crédito dos Corretores livres as garantias comuns que derivam do monopólio, funda-se ele apenas nas circunstâncias pessoais, eminentemente variáveis, de cada Corretor. Ora, esta desigualdade não é indiferente para o público; os Corretores de maior crédito, dispendo de uma clientela segura, podem facilmente encarecer os seus preços e recusarem-se a tratar de certas operações de menor importância; até entre eles mesmos influi esta diversidade de créditos, recusando-se os Corretores de crédito mais sólido a contratar com os de crédito duvidoso. Deste modo o cliente, ou paga muito mais caro a realização das operações que pretende, ou tem de se entregar nas mãos de um Corretor de duvidosa probidade, ainda assim exposto a que ninguém queira contratar com o seu intermediário e, portanto, a não poder realizar a operação.

No regime do monopólio nada disto acontece. Todos os Corretores gozam de igual crédito, e o cliente, seja qual for o Corretor a que se dirija, tem



sempre a mesma facilidade em realizar a operação que pretende; por isso também o preço da operação é igual para todos os casos e simplesmente determinado pelo jogo da oferta e da procura, encontrando ainda o cliente no Boletim oficial das cotações a garantia da sua exactidão. O monopólio é condição indispensável para se estabelecer a tão conveniente unidade nas tarifas de corretagem. Deste modo, o regime da comissão leva ao monopólio de facto de um pequeno grupo de Corretores, estabelecido, porém, sempre à custa de grandes sacrifícios e prejuízos do público.

5º) O monopólio dos Corretores não tem como conclusão necessária a insuficiência do seu número. Pressupõe apenas a sua limitação, mas para esta deve-se precisamente atender às circunstâncias especiais de cada praça e à intensidade do seu movimento. Assim é que, por exemplo, entre nós, o número dos Corretores existentes nunca foi julgado insuficiente para as necessidades do mercado. Em França mesmo e noutros países, para os quais o argumento tem mais algum peso, o número dos intermediários da Bolsa não é tão pequeno como dizem, pois ao número dos Corretores acresce ainda o dos seus caixeiros ou Propostos.

O mercado clandestino não tem por causa a insuficiência do número dos Corretores. A maior facilidade de transacções e o carácter mais prático e expedito que o caracterizam, conquanto ofereçam bem poucas garantias, justificam principalmente a sua existência, devendo ainda notar-se que uma parte importante dos seus negócios versa sobre títulos não admitidos à cotação, que tanto existem no regime do monopólio como no do privilégio. Os grandes méritos do mercado clandestino nada provam para Portugal, onde ele não existe, nem me consta que se tenha sentido a sua falta.

Mas o que se me afigura essencial é a limitação do número de Corretores, que só no monopólio se obtém. Entre milhares de pessoas, ou menos que sejam, mas entre um grande número delas, o entendimento e o acordo são sempre difíceis de conseguir. Como se poderia obter com um número enorme de Corretores a fixação das cotações? Por certo estas seriam divergentes, incertas e falsas. Como estabelecer também a responsabilidade

solidária da colectividade pelos actos de tão abundantes sócios? Sem dúvida, a solidariedade seria impraticável e nem mesmo os Corretores a aceitariam, de modo algum, em semelhantes condições.

6º) O desaparecimento do mercado clandestino, em consequência da remodelação do regimento dos Corretores, não tem interesse nenhum para Portugal, onde ele não existe. Não deixa porém de ser pitoresco vermos que os nossos antagonistas consideram benéfico o desaparecimento do mercado livre, e ao mesmo tempo procuram organizar a Bolsa oficial de uma forma tão semelhante à que o caracteriza.

7º) O estudo bastante desenvolvido, a que já temos procedido acerca dos Corretores, permite-nos afirmar, sem necessidade de recorrer a novas e largas demonstrações, que os privilégios em que o monopólio investe os Corretores são devidamente compensados pelos encargos a que estão sujeitos e pelas garantias que oferecem. Na verdade, só os Corretores se poderiam queixar do regime vigente e se de facto não são eles que promovem no estrangeiro a campanha anti-monopolista, não é tampouco o público, que ninguém força a utilizar-se dos serviços dos Corretores – são unicamente os interessados nos mercados clandestinos.

Mas acompanhemos os nossos adversários no estudo das garantias que se costumam fazer derivar do monopólio, o que eles contestam, alegando que também podem existir no mercado livre. Esta forma de pensar mostra-nos já que eles mesmos de modo algum tentam negar a importância decisiva das ditas garantias.

8º) Quanto à publicidade, é necessário distinguir entre a que resulta das próprias formalidades a seguir nas transacções, e a que consta do Boletim oficial da cotação. Quanto à primeira, reconhecemos que ela se pode manter com o regime do privilégio, conquanto o grande número de intermediários e a menor vigilância a que estão sujeitos a possa tornar mais difícil.

Mas esta forma de publicidade tem um carácter meramente provisório; a publicidade garantida é a que consta do Boletim oficial da cotação que, sendo por sua natureza de formação demorada, é substituído provisoriamente pelos anúncios dos pregoeiros e pela afixação em quadros apropriados. Ora esta, que é incontestavelmente a mais importante, não pode conservar o carácter que tem hoje, no regime do privilégio, como demonstraremos quando tratarmos das cotações.

Quanto ao contrato directo, pode dar-se evidentemente, ainda quando seja proibido, no regime do monopólio. Mas já quando nos referimos a ele vimos que não era indiferente ser ou não proibido; que no segundo caso se tornaria mais raro, o que mostra pois que, ainda sob este aspecto, o monopólio, que o suprime, leva vantagem ao regime da comissão, que ordinariamente admite a sua permissão legal.

9º) Nenhum regime como o monopólio garante a segurança das operações de Bolsa, pois há nele vários elementos que para ela concorrem poderosamente e que faltam por completo no regime da comissão.

Em primeiro lugar, há a garantia que deriva da organização do recrutamento dos Corretores; é evidente que num mercado mais livre poderão ser excluídos desse cargo os notoriamente incapazes, mas nunca se poderão exigir tantas e tão importantes condições de admissão como no monopólio, sob pena de desvirtuar o regime que se pretende estabelecer.

Da regulamentação do monopólio deriva depois o obrigatório desinteresse dos Corretores nas transacções dos clientes, em virtude do qual estes podem contar sempre com o seu auxílio e o jogo da oferta e da procura se exerce livremente; ora o contrato directo é um dos actos mais vulgares dos mercados livres e adiante veremos que não pode ser neles eficazmente impedido.

Numerosas normas legais garantem aos interessados a certeza de que hão de receber o dinheiro ou os valores que entregaram aos Corretores; ao passo que essa certeza no regime do privilégio funda-se apenas na confiança, que porventura se tenha, no crédito pessoal dos Corretores. Mas não são as normas legais as únicas, nem as mais eficazes garantias; há ao lado delas a vigilância constante do Ministro ou órgão administrativo do Estado,

constantemente informado do que se passa na Bolsa pelos relatórios das entidades que nela superintendem, e habilitado a demitir os Corretores, que se conduzam pouco correctamente.

Finalmente, há ainda a colossal garantia, que deriva da solidariedade, que é a verdadeira determinante da confiança pública, e que se manifesta na quase completa equiparação do crédito de que gozam todos os Corretores oficiais. Ora, sem dúvida, ninguém pretende submeter o mercado livre à ingerência administrativa e, quanto à solidariedade, adiante demonstraremos que ela é incompatível com tal organização.

Nalguns países, em que se admite a venda do cargo feita por cada Corretor ao seu sucessor, o valor do cargo, que se cifra por vezes nalguns milhões de francos, é uma nova garantia para os clientes. Se o Corretor não puder fazer face aos seus compromissos, tem sempre o recurso de vender o cargo, o que porá ao seu dispor, ou antes ao dispor dos credores, uma soma valiosíssima. Este argumento, porém, para nós prova pouco, pois já vimos que razões de maior peso fazem com que deva ser rejeitado este sistema da venalidade dos cargos.

É certo que entre os Corretores monopolistas tem havido algumas falências e desastres para o público, que alguns dos nossos opositores enumeram triunfantemente. Mas o simples facto de ser possível essa enumeração mostra que são casos excepcionais e, na verdade, a análise das suas causas prova que elas não residiram, na maioria dos casos, na culpa ou negligência dos Corretores, mas sim nas dificuldades desta profissão e em mil acontecimentos aleatórios, involuntários e inesperados, que nela podem influir. Bem diverso é o que sucede nos mercados livres, em que numa época de crise se acumulam as falências, como se tivesse passado sobre todos um sopro de ruína e de desolação. Mesmo nas épocas normais, nos principais mercados, como o *Stock-Exchange*, há anualmente umas dezenas de falências.

A lei não pode impor a confiança ao público, dizem, pois a confiança não se impõe; resulta das circunstâncias inerentes à própria pessoa do Corretor. Sem dúvida. Mas a confiança pública surge mais facilmente, quando se reúnam num indivíduo certas condições, e são essas precisamente que a lei procura obter e conservar na pessoa dos Corretores. Ainda quando

mais não fosse, a lei seria útil porque mostraria a todos que certos indivíduos reúnem certas qualidades, que o público exige para lhes tributar a sua confiança.

Ainda há uma garantia que muito contribui para a segurança do público e que deriva igualmente do monopólio: é a certeza das cotações oficialmente fixadas. Mas dessa trataremos seguidamente em especial.

Por último, há uma garantia notável que resulta do monopólio e que tem um vasto alcance, porque respeita não só aos frequentadores da Bolsa, como ao próprio Estado e a toda a Nação: é a nacionalização do mercado financeiro. No mercado livre, com efeito, dominam muitas vezes cidadãos estrangeiros, ordinariamente judeus, e conhecida a influência que a Bolsa tem no crédito público, fácil é de ajuizar os perigos que podem advir deste excesso de cosmopolitismo. Mesmo a introdução num país de títulos estrangeiros, naturalmente favorecida pelos Corretores da nacionalidade do emissor, nem sempre é um benefício; quando os emissores se tornem insolventes, só serve para arrastar para fora do país alguns contos de reis em ouro, e bem preferível será em tal caso o emprego de capitais em títulos nacionais. Pois o mercado monopolizado evita tudo isto, visto que a primeira condição para ser Corretor é ser cidadão do país.

Quanto ao argumento fundado na ausência de garantias especiais de honestidade no comércio geral, acha-se implicitamente refutado pela demonstração, que fizemos, do carácter especial da mediação da Bolsa e da sua diferenciação do comércio em geral. De resto, se possível fosse indicar ao público em todos os ramos do comércio quais os comerciantes honestos e quais os improbos, para ele só aos primeiros conceder a sua confiança, as transacções económicas assumiriam uma segurança ideal, com a qual todos se deveriam regozijar. Sem dúvida, isto é uma fantasia, quando se tenha em vista todo o comércio, mas, se pode deixar de o ser para a mediação da Bolsa, porque não havemos de a converter em realidade?

Tampouco é exacto afirmar que o Corretor só pode tornar-se perigoso quando exorbite das suas funções. Dentro delas fica ele sujeito a responder por muitas transacções, em que os clientes interessados não cumpram o seu dever, e há largo campo para fraudes e crimes, como por várias vezes já temos observado.

10º) A autenticidade das cotações, cuja suprema importância os nossos adversários reconhecem, só pode ser obtida pelo regime do monopólio. A razão disto não está na maior boa-fé e correção dos Corretores oficiais, conquanto estas se fundem em mais sólidas garantias do que as dos Corretores livres. Queremos mesmo admitir que a probidade de uns e de outros se equivalha. Mas há ainda um facto independente da sua vontade que falseia as cotações: é a desigualdade do crédito, de que cada um deles goza.

Com efeito, na falta de garantias comuns, na falta sobretudo da responsabilidade solidária da corporação, o crédito dos Corretores livres é determinado unicamente pelas suas condições pessoais e varia com elas. Assim, um Corretor de crédito seguro faz-se pagar mais caro, mas efectua a operação pelo preço real que ela lhe custa. Porém, um Corretor de probidade duvidosa, ou ainda simplesmente ignorado do público, procura, para atrair este, diminuir o preço da sua remuneração; mas, para compensar esta sua perda, aumenta ficticiamente o preço da operação, que além disso lhe fica mais cara, porque todos os que contratam com ele sujeitam-se a um risco e exigem, portanto, o correspondente suplemento de remuneração.

Deste modo, não há nos preços de cada dia apenas as diminutas alterações que provoca a oscilação da oferta e da procura; há as sensíveis diferenças que resultam de solvabilidade dos Corretores. A rigor não pode pois haver cotações uniformes; cada Corretor deveria ter o seu Boletim de Cotação, divergindo de todos os dos seus restantes colegas. E, ainda quando se faça a fixação de um preço ao curso médio, o que será extremamente dificultado pelo grande número dos Corretores, nunca este representa o preço real da Bolsa, falseados, como são, os elementos de que ele é tirado, pela divergência dos créditos pessoais. Portanto a unificação dos preços e a perfeita actuação da lei da oferta e da procura, vantagens fundamentais da Bolsa, cessarão quando cessar o monopólio.

11º) A solidariedade é na verdade uma garantia de extraordinária valia para o público, como já tivemos ocasião de salientar, ao deplorarmos que a nossa legislação a não tivesse instituído. Em virtude da solidariedade

da corporação dos Corretores, os particulares, que contratam com os seus membros, gozam duma garantia que nenhuma companhia é capaz de conceder aos seus sócios. Em França, pode-se por isso dizer que, para uma transacção insignificante de 5 ou 10 francos, cada cidadão dispõe de uma garantia de 500 milhões de francos.

É certo que a lei, estabelecendo o monopólio, nem sempre institui a responsabilidade solidária, como faz infelizmente a nossa lei. Mas nem por isso a solidariedade deixa de existir por completo; é que esta não resulta da simpatia mútua dos Corretores, mas sim da dignidade de todos, isto é, dos seus próprios interesses. Deste modo, ainda quando não exista a solidariedade oficialmente decretada, há pelo menos a solidariedade moral. De resto, não pretendemos que o monopólio leve fatalmente à solidariedade, unicamente o que afirmamos é que com ele a solidariedade é possível e natural, ao passo que é impraticável com o regime da mediação livre.

Não há exemplo de mercado nenhum organizado dessa forma, em que se aceitasse a responsabilidade solidária. Pois como seria possível criá-la entre um número de indivíduos tão grande como é o dos Corretores livres? A solidariedade está inerente à ideia de corporação fechada e limitada, só é admissível para um pequeno número de indivíduos. Numa Bolsa monopolizada, em que todos os Corretores se conhecem e se vigiam mutuamente, em que a respectiva Câmara tem poderes de fiscalização e de superintendência, e em que abundam as garantias legais, compreende-se que um Corretor consinta em se obrigar pelos actos dos seus colegas. Mas quem se sujeitaria a tal num mercado livre, em que nenhum Corretor conhece as circunstâncias dos seus colegas, em que por vezes nem mesmo tem relações pessoais com eles, em que toda a vigilância é impossível, em que a Câmara nunca pode ter uma organização unitária e centralizadora e em que a lei falta, gozando todos da mais ampla liberdade?

De facto, as vantagens da solidariedade resultante do monopólio têm-se manifestado brilhantemente nas épocas em que a solidariedade colectiva é de inapreciável valor. Algumas Câmaras de Corretores têm podido até fazer empréstimos importantes aos Estados respectivos. Concebe-se que a multidão, caótica e individualmente independente, dos Corretores livres possa prestar tais serviços? Parece-nos que ninguém de boa-fé poderá hesitar na resposta.

12º) Os actos oficiais, que em certos casos os Corretores têm de praticar, justificam também o monopólio. Com efeito, os Corretores, por vezes, tornam-se responsáveis perante o Estado; é o que sucede, por exemplo, com a autenticação das assinaturas e ainda, nalguns Estados, com a validade das transferências de fundos públicos, de que eles ficam garantes, no referente à identidade do seu proprietário, à verdade das assinaturas e aos preços indicados. Ainda mais, no que respeita aos seus livros e aos documentos que deles emanam, há evidente vantagem em que eles gozem de uma certa autenticidade. Ora, para conseguir tudo isto, é necessário investir em certo modo os Corretores do carácter de oficiais públicos, o que só no monopólio é possível. Sem dúvida, estas funções naturais não constituem a principal atribuição dos Corretores e, se outras razões não houvessem, só por elas não se tornaria indispensável a instituição do monopólio. Mas é mais um argumento a juntar a tantos outros, que militam em seu favor.

A instituição de um monopólio parcial dos Corretores, que só abranja este grupo de funções, ou a sua entrega a funcionários especiais, afiguram-se-nos impraticáveis fantasias. De certo estas funções podem teoricamente desligar-se das restantes, mas o mesmo não sucede na prática; a sua atribuição a entidades diversas traria complicações absurdas, que a natureza expedita das transacções de Bolsa de modo algum comporta.

13º) Quanto às demais obrigações e proibições, talvez se pudessem manter no mercado livre, mas essas são as secundárias, pois das principais já tratámos. Todavia, é claro, que num regime de ampla liberdade poucas normas obrigatórias são admissíveis, pois, de outro modo, o regime só de livre terá o nome, e sobretudo a vigilância nunca poderá ser tão acurada e rigorosa como num regime de monopólio centralizador.

O exercício do comércio por conta própria, designadamente, é de uso corrente entre todos os mediadores livres, e francamente não podemos conceber que num tal regime seja eficazmente impedido. Para o conseguir seria precisa uma vigilância extraordinária que, por mais difícil, se



tornaria também mais vexatória e, se a aceitássemos, teríamos então as consequências desagradáveis e onerosas do monopólio sem nenhuma das suas vantagens.

14º) É a experiência que demonstra a benéfica repressão da agiotagem exercida pelo monopólio, pois esta cresce sensivelmente, sempre que a esse regime se substitui o da ampla liberdade. Se há Corretores que se dedicam à agiotagem, constituem raríssimas excepções, ao passo que todos os intermediários do mercado livre nela concentram a sua actividade. O que os nossos antagonistas dizem dos regulamentos dos Corretores também não é exacto, pois todas as suas disposições têm em vista favorecer o público. Sem dúvida, os Corretores oficiais tiram lucros da sua profissão, nem doutra forma se prestariam a exercê-la, mas as disposições legais só lhes trazem restrições e encargos, aliás justos.

15º) Ninguém pretende assimilar a profissão de médico ou de advogado à de Corretor, simplesmente o que se nota é que tanto nesta como naquelas há um monopólio, num caso organizado pela lei, e noutro caso existente de facto em consequência da exigência de certas habilitações, a que está subordinado o exercício legítimo da profissão.

De um modo geral, podemos dizer que todas as profissões se dividem em duas categorias: profissões superiores, cujo exercício está dependente de certas condições, e profissões inferiores, cujo exercício é livre. De entre estas duas categorias não há dúvida que a profissão de Corretor pertence à primeira, e assim entendido é exacto o paralelo que se estabelece entre essas profissões e as outras do mesmo grupo.

A comparação da indústria dos caminhos de ferro com o comércio de Bolsa também não é tão disparatada, como à primeira vista poderá parecer. O que distingue estas indústrias das demais é que o seu exercício inclui o uso de certos direitos e o desempenho de certas funções de carácter público; ora neste ponto é certo que entre ambas existe alguma analogia.

16º) O argumento histórico, que demais a mais se restringe exclusivamente à França, deduzido contra o monopólio, é de secundaríssima importância. Pelo contrário, o estudo histórico da Bolsa francesa mostra-nos que o monopólio dos Corretores nela tem permanecido através de todas as vicissitudes, afrontando numerosas e temerosas crises e resistindo a todas as convulsões sociais e políticas, que tão movimentada tornaram a história dessa nação no século último. Ora, esta sobrevivência do monopólio é indício patente de que ele se apoia em sólidos fundamentos e de que não dá lugar a tantos e tão graves inconvenientes, como se pretende.

O estudo dos mercados em que existe a liberdade de mediação, também em nada vem invalidar a nossa tese. Na Inglaterra, a liberdade tem dado bom resultado, mas isso é devido à mais perfeita educação económica dos cidadãos e à expansão geral da especulação, o que tudo falta por completo entre nós. Além disto, a liberdade do *Stock-Exchange* assenta em raízes históricas e é fruto de uma evolução lenta e prolongada, o que a torna insusceptível de ser invocada para justificar a introdução súbita do mesmo regime noutro país.

Na Bélgica, a liberdade da mediação só tem dado funestos resultados; na América do Norte, apesar de não serem admitidas as operações a prazo, reina uma especulação desenfreada e os *cracks* parciais sucedem-se ininterruptamente; finalmente, nos Estados da América do Sul, as Bolsas têm uma importância diminuta, que não permite citá-las para exemplo.

Deste confronto se vê pois, que nenhum dos países, que têm admitido a mediação livre, pode ser apontado como um exemplo a seguir ou como um ideal de que nos devamos tentar aproximar.

17º) A introdução do novo regime de liberdade constitui na verdade um enorme perigo, pois, ainda quando preferível ao regime existente, a perturbação resultante da transformação súbita da Bolsa seria enorme. No princípio, viria naturalmente a desordem e depois a paralisação do mercado pela falta de confiança, que forçosamente se seguiria à anarquia inicial. Por isso, nunca serão demais as precauções e garantias que se exijam quando se pretenda remodelar o mercado financeiro.

E o receio, que esta transformação pode causar, confirma-se e agrava-se se observarmos as acentuadas divergências que entre si dividem os partidários da reforma. Uns admitem a livre prática do contrato directo, que outros continuam a condenar; nenhum fixa com precisão os limites a que se deve restringir a intervenção do Estado na Bolsa; há quem seja partidário da regulamentação oficial e quem pelo contrário defenda a regulamentação privada; o privilégio é conferido, segundo um sistema, pelo Estado, ao passo que, segundo outro, não existe, devendo reinar a absoluta liberdade; há numerosas incertezas e dúvidas quanto às sanções que praticamente se devem estabelecer para as negociações efectuadas, etc. Deste modo, o sistema da mediação livre divide-se em vários subsistemas, tão plausíveis uns como outros.

Finalmente, notaremos que a tendência predominante entre os nossos antagonistas mostra bem a fraqueza da sua causa, pois a maioria deles não quer suprimir por completo o monopólio, limitando-se a propor o alargamento do privilégio existente. Deste modo, são eles os próprios que reconhecem a inconveniência, em tal assunto, de uma liberdade excessiva.

### Conclusão.

Da longa discussão que temos apresentado, de todos os argumentos que se alegam em favor ou contra o regime do monopólio dos Corretores, parece-nos poder concluir justificadamente, que o monopólio, sendo sempre preferível a qualquer outro sistema, é incontestavelmente o único que se harmoniza com as circunstâncias próprias do nosso meio económico. Bem fez pois o nosso legislador em o estabelecer e aqui lhe deixamos consignado o nosso sincero aplauso.

Terminando, reproduziremos as seguintes palavras, com que OULMANN encerra idêntica parte do seu livro e que perfilhamos inteiramente:

*“Sob esses diversos pontos de vista, portanto, não há dúvida de que a organização actual é muito preferível, porque garante além dos cursos oficialmente constatados e de uma cotação única, condições de execução das transacções idênticas para todos; cursos cuja sinceridade não pode ser falseada por elementos exteriores à lei da oferta e da procura – que deve ser*

*o verdadeiro fulcro das negociações – e uma tarifa igual das corretagens, estabelecida de tal modo que o intermediário encontra aí uma fonte de lucros suficiente para não ser tentado a procurar um benefício na execução mais ou menos fiel das ordens, que lhe são confiadas”.*

### **BIBLIOGRAFIA**

BÉDARRIDE – Ob. cit.

BOUDON – *La bourse et ses hôtes* – cit.

BOZÉRIAN – Ob. cit.

CAUWÉS (Paul) – *Cours d'économie politique* – T. II – Paris, 1893 – Librairie du recueil général des lois et des arrêts – L. Larose et Forcé.

COURCELLE-SENEÛIL – Ob. cit.

COURTOIS – Ob. cit.

GUILMARD – Ob. cit.

HAYOUX DU TILLY – Ob. cit.

MARGHERI – *I motivi del nuovo Codice*, etc., cit.

OULMANN – Ob. cit.

PROUDHON – Ob. cit.

SAYOUS – Ob. cit.

SCHÉREER – Ob. cit.

VIDAL – *Agents de change*, cit.

## **CAPÍTULO VI**

### **ESTUDO DAS LEGISLAÇÕES ESTRANGEIRAS**

#### **SUMÁRIO:**

- I. – Noções gerais.
- II. – Sistemas de monopólio: a) França.
- III. – b) Áustria.
- IV. – c) Itália.
- V. – d) República Argentina.
- VI. – e) Outros países.
- VII. – Sistemas de liberdade: a) Inglaterra.
- VIII. – b) Bélgica.
- IX. – c) Estados Unidos da América do Norte
- X. – d) Suíça.
- XI. – Sistemas mistos: a) Alemanha.
- XII. – b) Rússia.
- XIII. – c) Espanha.
- XIV. – d) Outros países.

#### **I. NOÇÕES GERAIS**

Na regulamentação do ofício de Corretor divergem bastante as diversas legislações, mas a identidade dos seus princípios fundamentais permite-nos classificá-las em três grupos, a saber:

- a) Legislações que concedem um monopólio aos Corretores para o exercício de certas funções – sistema do monopólio – (França, Portugal, Áustria, Itália, Brasil, República Argentina, Roménia, Grécia, Paraguai, Uruguai, Haiti, S. Domingos e alguns cantões da Suíça).
- b) Legislações que não consideram os Corretores como investidos de qualquer privilégio – sistema da liberdade – (Inglaterra, Bélgica, Estados Unidos da América do Norte e alguns cantões da Suíça).
- c) Legislações que, ao lado dos Corretores livres, admitem uma classe de Corretores ajuramentados, aos quais, a troco de certos privilégios, incumbem algumas obrigações – sistema misto – (Alemanha, Espanha, Rússia, Países Baixos, Dinamarca, Suécia, Noruega, Chile, México, Bolívia, Perú e Nicarágua).

Vamos expor, ainda que sucintamente, as principais normas que regulam o exercício da profissão de Corretor nesses diferentes mercados.

## **II. SISTEMAS DE MONOPÓLIO: A) FRANÇA**

A organização francesa é fundamentalmente idêntica à nossa e por isso nos limitaremos a indicar um ou outro ponto em que elas divergem, poupando assim um fastidioso trabalho de repetição.

Os Corretores constituem uma corporação dotada de estatutos próprios e subordinada à autoridade do Ministro Competente e da Câmara Sindical. O número dos Corretores é fixado para cada praça por decreto do Governo, sob parecer da Câmara Sindical. A extinção dos cargos é feita do mesmo modo, mas com um maior número de formalidades. Em caso de aumento do número de Corretores existentes, os novamente providos vêm prejudicar os antigos pela sua concorrência e por isso estes recebem uma indemnização; correspondentemente, sendo extintos alguns cargos, são indemnizados os seus titulares que perdem o direito de apresentar os sucessores.

Para se ser nomeado Corretor é necessário ser cidadão francês, ter 25 anos de idade, gozar dos direitos civis e políticos, ter satisfeito aos preceitos do recrutamento militar, ter pelo menos 4 anos de prática comercial, não

ter falido, não ter sido demitido do cargo de Corretor, nem condenado pela ilegítima intrusão nesse ofício. Os Corretores têm o direito de vender o seu cargo aos seus sucessores, que são por eles apresentados e nomeados pelo Governo, mediante o parecer favorável da Câmara Sindical. A nomeação pode ser feita independentemente do direito de apresentação, quando tenham decorrido quatro meses sem deste se fazer uso ou quando o Corretor tenha sido demitido; neste caso, o Governo escolhe de entre uma lista de candidatos elaborada pela Câmara Sindical ou, na sua falta, pelo Tribunal do Comércio.

Os Corretores com 15 anos de serviço podem entrar na categoria dos Corretores honorários, perdendo, porém, este título, em caso de falência ou de notória indignidade. São proibidas as Sociedades entre Corretores, mas permite-se-lhes a associação com um terceiro (*bailleur de fonds*), que lhes forneça os recursos necessários para a compra do seu cargo e para prestação da caução, devendo o contrato entre eles celebrado e os documentos respectivos serem publicados e aprovados pela Câmara Sindical. O sócio (*bailleur de fonds*) só fica responsável pelas perdas do Corretor até à importância dos capitais que lhe forneceu, e o Corretor deve ser pelo menos dono de uma quarta parte da soma total necessária para a compra do cargo e para a prestação da caução. Além disso, está ainda este contrato de sociedade sujeito a certas condições e formalidades.

O Corretor nomeado tem de prestar caução e juramento e de tomar posse, a qual lhe é solenemente conferida pela Câmara Sindical, jurando o candidato obedecer a todos os regulamentos e decisões dessa Câmara. Só depois de tudo isto pode o Corretor assumir o exercício das funções do seu cargo.

O Corretor, no caso de impedimento, só pode ser substituído por um colega. Como auxiliares pode ter *fondés de pouvoirs* e caixeiros (*commis principaux*). Os primeiros são em número ilimitado e podem substituir o Corretor, salvo nas negociações de valores, na assinatura das cópias dos assentos de seus livros, entregues às partes, e na autenticação dos averbamentos. A sua nomeação carece de ser aprovada pela Câmara Sindical e deve ter ampla publicidade.

Para se ser caixeiro é preciso ser cidadão francês, ter 25 anos de idade e provar a honestidade e bom comportamento anteriores. Os caixeiros estão disciplinarmente sujeitos à Câmara Sindical que os pode demitir e suspender.

Os caixeiros entram nas negociações, nos limites do seu mandato e sob responsabilidade dos Corretores em cujo nome negociam, sendo-lhes expressamente proibido transaccionarem por sua conta. É proibido expressamente aos Corretores terem representantes ou delegados nas praças diversas daquela em que se acham estabelecidos.

A Câmara Sindical é uma comissão eleita anualmente em assembleia geral pela Corporação dos Corretores. O número dos seus membros varia proporcionalmente ao número de Corretores de cada praça. É presidida pelo Síndico, que representa a respectiva Corporação em juízo e fora dele.

A Câmara Sindical tem:

- funções de disciplina: fiscalização e exame dos títulos de candidatos ao cargo de Corretor; ordenar a sua comparência exigindo a apresentação dos seus livros e documentos e tomando a seu respeito as necessárias medidas de precaução, v. g. obrigando-os a fazer um depósito de valores; imposição de certas penas e promoção da imposição das restantes pelas vias competentes;
- funções arbitrais: composição amigável e conciliação nas divergências entre Corretores;
- funções de tutela: representação de todos os Corretores na defesa dos seus direitos, interesses e privilégios comuns;
- funções administrativas: admissão de títulos à cotação, publicação dos boletins das cotações;
- funções financeiras: gerência da Caixa Comum, liquidação dos negócios dos Corretores que não satisfizerem aos seus compromissos.

No Boletim das Cotações, que é elaborado todos os dias numa reunião celebrada no fim da sessão da Bolsa, devem-se indicar a cotação de abertura e a de encerramento, os preços mais altos e mais baixos e o curso médio. O Boletim compreende uma parte oficial, única autêntica, e uma parte não oficial. Há uma comissão igualmente incumbida de fixar os cursos dos câmbios e das espécies metálicas e de certificar a conta de retorno no ressaque de letras.

A Caixa Comum destina-se a fazer adiantamentos aos Corretores em crise e a garantir a execução dos negócios por eles contratados, em nome da



responsabilidade solidária da corporação pelos actos dos seus membros. É dirigida por uma comissão de contabilidade especial.

Os Corretores têm o monopólio da negociação dos valores admitidos à cotação oficial ou susceptíveis de o serem, das letras, da verificação autêntica das cotações, e dos averbamentos nos livros da dívida pública, para os fundos públicos, ou nos livros das sociedades que fizerem depender da sua intervenção o averbamento dos seus títulos a um novo proprietário.

Contra a intrusão no ofício de Corretor há a sanção civil da nulidade da operação realizada, e sanções penais de multa, de exclusão da Bolsa e de incapacidade para ser admitido ao cargo do Corretor. As respectivas acções devem ser promovidas pela Câmara Sindical ou, oficiosamente, pelo Ministério Público.

Os Corretores têm direito a um salário fixado por lei, variando nas diversas praças e podendo ser reduzido pela Câmara Sindical. O salário ou corretagem calcula-se sobre o valor real<sup>182</sup> e não sobre o valor nominal dos títulos transmitidos e é obrigatório; o Corretor que exigir uma remuneração superior à da tarifa legal, incorre no delito de concussão; o que pedir uma corretagem inferior à fixada pela lei ou pela Câmara Sindical fica sujeito a penas disciplinares.

O Corretor deve ter o seu domicílio no local onde está estabelecida a Bolsa em que exerce as suas funções. Como sabemos já, é obrigado a prestar caução, a qual se destina em primeiro lugar a garantir as condenações pecuniárias em que o Corretor incorra; os *bailleurs de fonds* têm sobre ela um segundo privilégio.

Os Corretores têm de obrigatoriamente prestar o seu ofício a todos os que o solicitarem, salvo sendo falidos, ou quando se trate de negociar títulos com o endosso em branco, não selados, de sociedades ilegais ou não definitivamente constituídos, títulos inalienáveis, – como os que pertencem a incapazes, dotes, heranças jacentes, estabelecimentos públicos, etc., – cuja venda não foi devidamente autorizada.

Os Corretores não podem exercer o comércio por sua conta, ser interessados nalguma empresa mercantil ou empregarem-se nalguma casa comercial. São obrigados a manter o segredo profissional, salvo quando a isso se oponha a natureza da operação ou a vontade dos interessados,

---

<sup>182</sup> N. E.: Valor da transacção acordada.

ficando sempre salvo o dever de prestar as informações exigidas pela Câmara Sindical ou pela autoridade judicial.

São obrigados a ter dois livros: o Caderno e o Diário, idênticos ao nosso Caderno Manual e ao nosso Protocolo. Estes livros não têm força de documentos autênticos, mas constituem um princípio de prova escrita necessário, segundo a lei francesa, para a admissão da prova testemunhal. Nos livros devem ser mencionados as séries e os números dos títulos negociados.

São os Corretores finalmente obrigados a passarem recibos aos seus clientes dos valores que estes lhes confiam e a dar-lhes um *bordereau* igual às cópias dos assentos, de que fala a nossa lei. No *bordereau*, que pode ser assinado só pelo Corretor ou por ele e pelas partes, devem-se mencionar igualmente as séries e os números dos títulos, a que se referem as operações contratadas. A falsificação da escrituração dos Corretores é criminalmente equiparada à falsificação de escrituras públicas.

### III. B) ÁUSTRIA

Na Áustria os Corretores são nomeados pelo Governo, sob parecer do conselho de direção da Bolsa. Carecem, porém, de reunir certas condições para poderem ser nomeados; assim, devem ser cidadãos austríacos, ter 24 anos de idade, bom comportamento anterior, livre administração dos seus bens, e ainda satisfazer a um exame. Ao Governo pertence decidir se o Corretor nomeado deve ou não prestar caução e, no caso de decisão afirmativa, fixar a sua importância. Os Corretores podem exercer todas ou só algumas das categorias de mediação.

Devem prestar juramento, não podem associar-se entre si, nem fazer-se substituir no exercício das suas funções; mas é permitido que sejam auxiliados por caixeiros na sua escrituração.

Os Corretores podem agrupar-se em sindicatos, cujos estatutos dependem da aprovação do Governo. A corretagem, a que têm direito, é fixada pela autoridade administrativa, sob parecer do comissário da Bolsa e ouvido o respectivo sindicato.

Os Corretores servem de intermediários nas operações comerciais de compra e venda de mercadorias, espécies metálicas, fundos públicos, ações

e outros títulos comerciais negociáveis, e nos contratos de seguro, de freteamento, de certos empréstimos, de transporte terrestre, fluvial ou marítimo, e nas operações sobre câmbios.

Podem realizar operações ainda fora da praça onde estão domiciliados. São obrigados a manter o segredo profissional, a não exercer o comércio por sua conta, a não garantir a execução das operações que contratam, a não cumprir as ordens de pessoas desconhecidas ou não residentes na praça, sem prévia verificação da sua identidade, a não servir de mandatários aos insolventes, a não realizar negócios duvidosos ou que só tenham em vista o prejuízo de terceiros, e a não negociar os títulos não admitidos à cotação. Esta admissão é proposta pela comissão de direcção da Bolsa e aprovada pelo Governo.

Os Corretores devem ter dois livros: o Caderno e o Diário ou Protocolo, que não constituem documentos com força de autênticos, mas que o juiz pode considerar como fazendo prova suficiente. Os Corretores são obrigados a enviar às partes uma nota (*schluss note*), em que indiquem todas as condições da operação realizada, e a dar-lhes, quando o exigam, extractos autenticados dos assentos do seu diário.

Finalmente, os Corretores estão sujeitos a duas ordens de penas: regulamentares, menos graves, e disciplinares, mais severas.

#### IV. C) ITÁLIA

Segundo a lei italiana, as condições de admissão ao cargo de Corretor são: a maioridade, o gozo de direitos civis e políticos, o exercício durante dois anos do comércio por sua conta ou como empregado de um comerciante do género de corretagem a que o candidato queira ser admitido. Além disso, é preciso ter exercido durante 5 anos o comércio por sua conta ou como empregado numa casa que se dedicasse à especialidade de que se pretende ser Corretor<sup>183</sup>, ou satisfazer a um exame, ou possuir um

---

<sup>183</sup> N. E.: Deve haver aqui uma duplicação de texto bem como um erro de tipografia no que respeita ao número mínimo de anos de experiência comercial prévia.

diploma de uma escola especial de comércio. Não podem ser Corretores também os falidos não reabilitados, os condenados nalguma pena criminal ou correccional e as mulheres.

O candidato requer a sua admissão ao cargo de Corretor à respectiva Câmara de Comércio, provando possuir todos os requisitos legais. A Câmara ouve o Sindicato da Bolsa e profere depois a sua decisão. Os Corretores não têm número fixo, nem possuem a propriedade dos seus cargos, mas a intrusão no seu ofício é condenada pela lei.

As funções dos Corretores são: negociar sobre fundos públicos e outros títulos admitidos à cotação oficial; negociar por conta de outrem letras, títulos à ordem e demais papéis comerciais; certificar o curso dos valores e das espécies metálicas; intervir nas transferências de fundos públicos e outros títulos para os quais essa formalidade seja exigida; proceder à venda pública dos títulos que for ordenada por lei ou por sentença judicial, e negociar sobre ouro e prata. A admissão de títulos à cotação é regulada em Itália precisamente do mesmo modo que entre nós. As cotações diárias são fixadas pela Câmara de Comércio, em vista das declarações feitas pelos Corretores; o respectivo Boletim, assinado pelo Síndico, afixa-se logo depois do encerramento da Bolsa e é tido por autêntico.

Os Corretores são considerados comerciantes e por isso sujeitos às regras e obrigações gerais da lei comercial. Não podem fazer sociedades com os seus colegas, nem fazer-se substituir pelos seus empregados. A tarifa das corretagens é fixada pela Câmara de Comércio e aprovada pelo Governo.

Não são obrigados a ter o seu domicílio na praça respectiva. Não são obrigados também a manter o segredo profissional, mas de facto mantêm-no, ficando responsáveis consequentemente pela execução da operação. São obrigados: a revelar o nome do seu mandante, quando a outra parte o exija e ele não tenha feito imediata entrega dos títulos que constituem o objecto da operação; a certificar a identidade e capacidade das partes e, nas operações sobre letras, a verdade da última assinatura; a não realizar operações de banco ou de comércio por sua conta e a não se interessarem em qualquer empresa mercantil; a não fazer pagamentos ou cobranças por conta de outrem, salvo quando resultem da própria operação; a não garantir a execução das operações que contratem; a não prestar o seu ofício aos falidos; a ter

dois livros iguais aos que a nossa lei exige, os quais não são considerados autênticos, mas podem servir como meio de prova; a enviar às partes, no dia seguinte ao da realização da operação, uma nota da natureza desta, do seu preço e condições, a qual é considerada como um documento autêntico, quando, além de assinada pelo Corretor, o seja também pelas duas partes.

Os Corretores estão sujeitos a certas penas, que são impostas pela autoridade judicial, podendo, porém, o Sindicato promover a sua aplicação. A falência dos Corretores é sempre considerada fraudulenta.

#### **V. D) REPÚBLICA ARGENTINA**

Na República Argentina a organização da mediação de Bolsa é também orientada no sentido do monopólio e, portanto, fundamentalmente idêntica à nossa, da qual difere, porém, em certos aspectos, visto que, como sabemos, as Bolsas nesse país são de instituição privada. As condições de admissão ao cargo de Corretor são: ter 22 anos de idade e pelo menos um de domicílio no local da Bolsa, ser do sexo masculino, gozar de capacidade comercial, não ter sido anteriormente demitido do cargo de Corretor e possuir uma certa prática do comércio. Todo aquele que desejar exercer o cargo de Corretor, dirige um requerimento ao tribunal de comércio, acompanhado dos documentos necessários para provar que satisfaz a todos os preceitos legais. Junto do dito tribunal há uma matrícula de todos os Corretores. O Corretor tem ainda de prestar juramento.

Todas as operações realizadas na Bolsa, sem intermédio de Corretor, são nulas. Os Corretores têm de assistir à entrega de todos os objectos que negociam e, em todas as transacções em que haja necessidade de um documento escrito, o Corretor deve estar presente à factura desse documento e certificar, sob sua responsabilidade, a autenticidade dele. Os Corretores não podem ficar responsáveis pelas negociações em que intervierem, unicamente respondem, nas transacções de letras, pela entrega material do título, pela entrega do preço e pela assinatura do último endossante.

Ao Corretor é proibido realizar operações por sua conta, entrar por qualquer modo numa sociedade mercantil, ter alguma parte na proprieda-

de de navios ou de suas cargas, fazer pagamentos ou cobranças por conta de outrem e adquirir para si, ou para seus parentes próximos, as coisas de cuja negociação for incumbido ou que forem vendidas por algum dos seus colegas, salvo, porém, o direito de colocar a sua fortuna em fundos públicos ou valores industriais. Igualmente é proibido aos Corretores garantirem de qualquer modo as operações em que intervenham.

Os Corretores só podem prestar o seu ofício a indivíduos desconhecidos, quando a identidade destes for certificada por um comerciante domiciliado na praça.

A lei institui a obrigação de manter o segredo profissional, ficando o Corretor responsável, em caso de violação, por todos os prejuízos que daí provierem.

Em matéria de escrituração, aplicam-se as mesmas normas que entre nós. O Corretor que escriturar mal os seus livros pode ser suspenso ou demitido. O Corretor tem obrigação de entregar ao seu cliente, no prazo de 24 horas, uma cópia do assento do protocolo relativo à operação por conta dele efectuada; se o não fizer, perde o direito à corretagem e tem de indemnizar o cliente pelo prejuízo causado.

O Corretor só pode passar certidões extraídas dos seus livros, pois, se as indicações daquelas forem contrárias às destes, é demitido e incorre no crime de falsificação de escritos. Pode, porém, certificar o que viu ou ouviu quanto a um determinado assunto, quando isso lhe seja ordenado pela autoridade competente.

## **VI. E) OUTROS PAÍSES**

A organização brasileira da mediação de Bolsa pouco difere da organização argentina. Exige-se para a admissão ao cargo de Corretor a idade de 25 anos, o domicílio de 1 ano, pelo menos, na localidade onde estiver estabelecida a Bolsa, a capacidade comercial, o não pertencer ao sexo feminino, o não ter sido demitido do cargo de Corretor, o não ter falido e a nacionalidade brasileira de origem, sendo excluídos os estrangeiros naturalizados. Os Corretores são inscritos num registo especial no tribunal comercial e são obrigados a prestar juramento e caução.

No Paraguai e no Uruguai vigora com pequenas alterações o regime da legislação argentina.

Como sabemos, na Suíça as Bolsas são regidas pelas leis de cada cantão, variando, por isso, bastante a sua organização. Na Bolsa de Zurique, os Corretores têm o monopólio da negociação de letras e valores mobiliários e o da fixação dos respectivos cursos. Quem deseja exercer este ofício solicita a necessária autorização à direcção cantonal do interior, que ouve a Câmara de Comércio e a concede ou nega; quando negar a autorização pedida, pode-se recorrer para o Governo do cantão. Na Bolsa de Bâle também existe o monopólio da mediação, sendo o regimento dos Corretores muito semelhante ao da bolsa de Paris.

Na Grécia, na Roménia, no Haiti e em S. Domingos segue-se o Código Comercial Francês, sendo, portanto, a organização francesa fielmente aplicada.

## VII. SISTEMAS DE LIBERDADE: A) INGLATERRA

Na Inglaterra concede-se plena liberdade ao exercício da mediação de Bolsa.

*“As regras relativas aos direitos e obrigações dos membros da Bolsa, observa justamente BOUDON, são o desenvolvimento natural dos princípios orgânicos da instituição. Corporação privada, o Stock Exchange ignora naturalmente as medidas de excepção que, noutras praças, revelam ora expedientes fiscais, ora preocupações de interesse público. Não se criou um ofício para desempenhar uma missão social e salvaguardar a fortuna pública: constituiu-se por si mesmo, unicamente em seu proveito, e a única sorte que o interessa é a sua. Os seus estatutos são a expressão fiel desse princípio positivo. Portanto, não há cargos privilegiados”*

Com efeito, é bom recordar, para justa compreensão da forma como em Inglaterra se acha organizada a mediação de Bolsa, que esta é uma instituição privada, regida por regulamentos próprios e em que só é admitida a entrada dos sócios. Como característico da mediação de Bolsa inglesa, devemos considerar o oferecimento da contra-parte feito directamente pelo intermediário;

este compra e vende por sua conta própria os títulos que o cliente lhe confia ou de que carece, sujeitando-se a todos os riscos da operação<sup>184</sup>.

Deste traço fundamental já se deve concluir que só podem servir de intermediários homens honestos e que ofereçam sérias garantias, não podendo de modo nenhum admitir-se que tais funções estejam patentes a todo o público. De facto, quase todos os mediadores ingleses pertencem a casas de crédito sólido e, para se precaverem contra os riscos a que se expõem, deixam uma larga margem entre os preços de compra e os de venda<sup>185</sup>.

Mas os intermediários, que efectuam estas transacções na Bolsa, oferecendo directamente a contra-parte, são os *dealers* ou *jobbers*. Ao lado deles há outra categoria de membros do *Stock Exchange*: os *brokers*, que correspondem de preferência aos nossos Corretores.

Um indivíduo pode ser, à sua escolha, *jobber* ou *broker*, mas não pode acumular os dois cargos. De facto, porém, este preceito não é acatado com grande respeito, havendo alguns que nunca chegam a definir bem o seu carácter e que, à medida das suas conveniências, funcionam ora como *brokers*, ora como *dealers*.

O mecanismo da mediação na Bolsa é o seguinte: o cliente dirige-se a um *broker*, que lhe serve de intermediário entre ele e o *dealer*; o cliente não se deve dirigir directamente a este, mas de facto fá-lo por vezes, indicando então o *dealer* o *broker*, que nominalmente há de figurar na operação para a legitimar. Mas suponhamos que se segue a regra geral: o cliente dá ordem ao *broker* para lhe adquirir, por exemplo, 100 títulos do fundo consolidado inglês.

O *broker* dirige-se então ao *Stock Exchange*. Aí não há um centro como nas nossas bolsas; há vários mercados independentes em diversos lugares do edifício, em cada um dos quais se negocia exclusivamente uma espécie

---

<sup>184</sup> N. E.: *Convém recordar que o modelo britânico sofreu uma profunda alteração em 27 de Outubro de 1986 no âmbito do que ficou conhecido por "big-bang" dada a abrangência das alterações então ocorridas. Em particular, este esquema de "jobbers" que providenciavam a necessária liquidez aos "brokers" deixou então de existir, e os mediadores actuais são muito mais semelhantes entre si do que previamente e seguem o padrão comum à maioria dos mercados – diríamos que passaram a ser todos broker-dealers.*

<sup>185</sup> N. E.: *Convém notar que a questão da credibilidade dos mediadores é independente da dimensão do "spread" entre compra e venda oferecidos pelos "jobbers". Esta diferença de preços visa muito mais cobrir eventuais flutuações das cotações enquanto os títulos permanecerem na carteira do intermediário.*



de títulos, correspondente a uma das divisões do Boletim das Cotações. Aí estão sempre os *dealers*, aos quais o *broker* se dirige, não dizendo se quer comprar ou vender, e pedindo que lhe fixem o preço e a data da operação, relativa aos fundos e à quantidade deles que deseja negociar.

O *dealer* não é obrigado a dar o preço, – *bid*, – recusa-o, quando não quer realizar a operação. Querendo aceitar a negociação, fixa dois preços: um de compra e outro de venda, entre os quais há uma diferença maior ou menor, chamada *turn the market*<sup>186</sup>, que constitui o lucro do *dealer*. Indicando o preço, fica o *dealer* obrigado a negociar, comprando ou vendendo a porção de títulos indicada pelo *broker* ou, na falta de indicação por parte deste, a quantidade marcada no respectivo regulamento. O *broker* indica então se quer comprar ou vender; por vezes, pode-se conseguir uma pequena atenuação nos cursos extremos marcados pelo *dealer*, mas é impossível obter o preço médio entre eles, pois que nesse caso o *dealer* ficava sem lucro algum.

Ordinariamente, o *dealer*, ao fechar o negócio, não dispõe dos títulos que se obriga a vender; por isso são muito raras as operações a contado. Mas, tendo de adquirir os títulos que se obrigou a vender, como tem de revender os títulos se se obrigou a comprar, o *dealer* sujeita-se a um grande risco e, por isso, a diferença entre os preços de compra e de venda é bastante grande. Com efeito, restringindo o preço de compra ou aumentando o preço de venda, o *dealer* tem a quase certeza de poder adquirir, por um preço menor, os títulos que tem de comprar, revendendo-os com lucro ao cliente, ou de vender a um terceiro, com lucro, os títulos que tem de comprar ao cliente. É claro que a importância da diferença entre os dois preços varia consideravelmente nos vários títulos, consoante a maior ou menor facilidade que houver na sua negociação<sup>187</sup>.

Do exposto, conclui-se que os *dealers*, sujeitando-se a grandes riscos, carecem necessariamente de dispor de grandes capitais. Para diminuir esse risco, os *dealers* costumam fazer em cada dia uma liquidação de todas as compras e vendas efectuadas e, quando estas excedem aquelas num dado

---

<sup>186</sup> N. E.: Hoje chamamos “Bid/Ask Spread” a esta diferença entre a Compra (Bid) e a Venda (Ask).

<sup>187</sup> N. E.: Ou seja, quanto maior a liquidez do título, menor precisa de ser o diferencial entre os preços de Compra e Venda a indicar pelo “Dealer/Jobber”.

título, comprem-no logo, ainda que com prejuízo, para se não sujeitarem a eventualidades futuras e por isso mais incertas<sup>188</sup>.

Mas estudemos agora propriamente a organização dos *brokers*, que mais directamente correspondem no *Stock Exchange* aos nossos Corretores. Acerca do seu recrutamento nada há de especial, pois são membros do *Stock Exchange*, do mesmo modo que os *dealers*, e estão sujeitos às condições gerais de admissão, que já anteriormente referimos.

São livres as associações entre *brokers*, bem como entre *dealers*, logo que não abranjam mais de dois sócios e que sejam ambos de igual categoria, *brokers* ou *dealers*. As associações com terceiros, estranhos à bolsa, são proibidas.

Todos os membros da bolsa estão rigorosamente obrigados a obedecer às decisões da Comissão da Bolsa, sendo severamente punida qualquer infracção.

O *broker* celebra um contrato com o seu cliente, em que deve ser indicado o nome e a quantidade do título a negociar, o seu preço, a data da operação, a corretagem e outros direitos devidos pelo cliente. O *Stock Exchange* não intervém nas questões entre clientes e *brokers*, que devem ser decididas pelas justiças ordinárias; excepcionalmente, porém, o *Stock Exchange* decide essas questões como instância arbitral, a pedido das partes, que se comprometem a não recorrer da sua sentença. Na interpretação do contrato, o *broker* tem o direito de impor ao seu cliente os usos da Bolsa.

O *broker* pode efectuar a operação sem intervenção de *jobber*, pondo ele directamente em relações dois clientes. Mas estas transacções dão lugar a várias dificuldades ou embaraços jurídicos e na prática não são usadas. O *broker* tem sempre o direito de exigir uma caução que garanta o cumprimento, pelo cliente, das obrigações que vai contrair em consequência da operação de que o incumbiu.

O *broker* responsabiliza-se pelo seu cliente para com o *dealer*, salvo depois o direito de recurso contra aquele. Igualmente se responsabiliza pelo *dealer* para com o seu cliente, salvo se o nome dele figurar no contrato celebrado com a parte, pois, neste caso, o *dealer* fica directamente responsável para com esta.

---

<sup>188</sup> N. E.: *Ainda hoje nas operações a prazo a regra aconselhada a qualquer "Market Maker" de um instrumento financeiro é encerrar todas as suas posições ao final da sessão, ainda que com perdas, para garantir que, até ao arranque da sessão seguinte, o mercado não venha a virar-se ainda mais contra ele e as perdas possam ser ainda maiores.*

Entre o *broker* e o *jobber* não se celebra contrato algum; as convenções ajustadas constam apenas dos respectivos cadernos. As questões entre membros do *Stock Exchange* são resolvidas por este ou por árbitros, sendo proibido qualquer recurso para os tribunais ordinários.

O *broker* não tem um interesse variável segundo o êxito da operação, como o *jobber*. A sua remuneração é fixa, é a corretagem. Porém, esta não é taxada numa tarifa legal; varia de um para outro intermediário e de uma para outra operação, mas é sempre constituída por uma percentagem sobre a importância total da operação, atendendo-se, para afixar, ao valor nominal dos títulos, salvo quando a cotação destes está muito acima do par.

O *broker* tem plena liberdade na aceitação ou recusa da negociação de que um cliente o queira encarregar, bem como na fixação das respectivas condições; ordinariamente subentende-se que a convenção concluída fica sujeita aos regulamentos do mercado e às regras gerais do mandato.

A admissão à cotação é regulada de um modo muito especial, que por isso exporemos mais largamente. O membro do *Stock Exchange* que deseja que um determinado título seja admitido à cotação, requer à Comissão da Bolsa, por intermédio do respectivo secretário, que marque um dia para a liquidação especial das operações realizadas sobre esse título; com o requerimento devem-se apresentar certos documentos. O secretário manda afixar publicamente o pedido e informa a comissão do seu recebimento. Esta pode reclamar novos documentos e pedir ao Corretor interessado todas as informações que entender necessárias. Até a comissão proferir a sua decisão, pode qualquer membro da bolsa impugnar o pedido, alegando que a sociedade emissora do título se fundou irregularmente, ou que o respectivo projecto contém indicações fictícias, ou que se usaram de manobras incorrectas para elevar os cursos e aumentar a importância das transacções do título, como, por exemplo, as compras repetidas pela própria sociedade emissora, etc.

A comissão, tendo ouvido com a devida solícitude as reclamações dos seus membros, profere a sua decisão.

Ainda depois de marcado o dia para a liquidação especial, pode o título não ser admitido à cotação, quando se reconheça que ele não satisfaz a todas as condições legais ou que não tem importância suficiente para isso.

A decisão da comissão a este respeito varia necessariamente conforme as circunstâncias especiais de cada caso. Como exigências aplicáveis em qualquer caso, notaremos a da boa fé e honestidade na emissão do título, a da importância, além de uma certa cifra, do capital do emissor e a da apresentação de todos os documentos pedidos. Não podem ser admitidos à cotação os títulos emitidos por um Estado que não tenha cumprido as obrigações assumidas por ocasião de um empréstimo anterior ou que estivesse em guerra com a Inglaterra ao tempo da emissão, ainda que a paz já tenha sido restabelecida. A admissão à cotação não implica da parte da comissão nenhuma apreciação das probabilidades de êxito da empresa emissora.

O Boletim da Cotação oficial abrange várias categorias, correspondentes a diversos grupos de títulos, e contém três colunas: na primeira encerram-se algumas noções acerca de cada título, na segunda coluna mencionam-se os cursos de encerramento, que são fixados pelos *dealers* sem intervenção da comissão do *Stock Exchange* e sem carácter oficial, e na terceira coluna, sob o título de *business done*, enumeram-se os preços das operações efectuadas. As cotações indicam-se em libras e fracções de libras e referem-se unicamente à importância das entradas pagas.

Só por ordem do cliente é que os intermediários são obrigados a fazer figurar a operação na fixação da cotação diária. Para conseguir este fim, tem a operação de ser realizada a certas horas e em certas condições.

Quanto às demais obrigações e encargos, a que estão sujeitos os nossos Corretores, tais como a prestação de caução, a manutenção do segredo profissional, a proibição do exercício do comércio por conta própria, a autenticação da assinatura, a responsabilidade pela negociação de títulos inalienáveis, a sujeição a penas especiais, o carácter fraudulento da falência, etc., nada disso tem aplicação nos mercados ingleses.

### VIII. B) BÉLGICA

Na Bélgica, em toda a organização bolsista domina a mais ampla e completa liberdade. O Corretor é equiparado a qualquer intermediário comercial e por isso podem exercer esse cargo os menores de 18 anos

autorizados a comerciar, as sociedades, os falidos não reabilitados e as mulheres. Os Corretores podem-se associar livremente. São em tudo equiparados aos comerciantes vulgares.

A importância das corretagens é fixada pela convenção das partes. São dispensados de caução. Podem exercer o comércio por sua conta, mas são obrigados a informar disso o seu cliente que, em tal caso, não tem de lhes pagar corretagem; são especialmente autorizados a interessar-se em qualquer empresa mercantil e a garantir a execução das operações que realizam.

São unicamente obrigados a respeitar o segredo profissional e a ter dois livros: o Registo ou Protocolo e o Caderno. Além disso, na sua qualidade de comerciantes, têm de ter todos os demais livros destes: copiador, livro de inventário e balanços, etc. Os seus livros fazem prova em juízo nos mesmos termos que os livros de qualquer comerciante.

Não ficam responsáveis pela operação, quando revelem o nome do cliente interessado. Como, porém, o segredo profissional os inibe de o fazerem, limitam-se a recusar as transacções de que os pretendem encarregar clientes de solvabilidade duvidosa e, quando as aceitam, ficam responsáveis para com o cliente pela solvabilidade do outro Corretor contratante e vice-versa. Portanto os Corretores negociam ordinariamente como comissários.

A admissão à cotação é decidida pela Comissão da Bolsa e deve ser requerida, por escrito e com a apresentação de certos documentos, pelos interessados. Os títulos podem ser eliminados da cotação por razões de interesse público.

Os cursos são fixados por dois delegados da Comissão, substituídos de quinze em quinze dias.

### **IX. C) ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA DO NORTE**

O regime das Bolsas americanas é idêntico ao das Bolsas inglesas e a sua organização e funcionamento estão sujeitos simplesmente ao direito comum. Apenas os estatutos da corporação fixam algumas regras especiais obrigatórias.

Para a decisão das controvérsias entre *brokers* há uma comissão especial de arbitragem. Os contratos concluem-se todos verbalmente e, em caso de contestação, recorre-se logo a essa comissão.

A tarifa das corretagens é fixada pela Comissão, não podendo os *brokers* excedê-la, mas tendo absoluta liberdade de lhe fazerem as reduções que quiserem.

O uso consagrou o respeito pelo segredo profissional e a garantia recíproca, entre os membros da Bolsa, da execução das transações que entre si estipulam. Por isso os *brokers* pedem ordinariamente aos seus clientes uma caução (*margin*) proporcional ao valor da operação.

Os estatutos do *Stock Exchange* estabelecem algumas disposições especiais, para o caso do um dos membros se tornar insolvente ou não satisfizer aos compromissos assumidos. Neste caso anuncia-se ao público o ocorrido, por meio de afixação, e concede-se ao *broker* ou *dealer* três dias para reembolsar os empréstimos que lhe fizeram, e sete para liquidar todas as suas operações.

Os membros do *Stock Exchange* que violam as disposições dos seus estatutos incorrem nas penas disciplinares de suspensão ou de expulsão.

#### X. D) SUIÇA

O sistema da liberdade não é seguido em toda a Suíça, pois, como já vimos, o sistema do monopólio vigora nas Bolsas de Zurich e de Bâle. Mas a Bolsa de Genebra é a mais importante de todas as Bolsas suíças<sup>189</sup> – que na sua grande maioria se limitam a copiar a sua organização – e nela reina o regime liberal que, por isso, podemos considerar dominante em toda a Suíça.

A corretagem é absolutamente livre em Genebra. Qualquer indivíduo, que tenha sido durante mais de um ano empregado de um Corretor ou de um comerciante, pode exercer a mediação de Bolsa, tendo unicamente para isso de fazer uma declaração na Chancelaria. Em certos casos, até os próprios cidadãos estrangeiros podem ser Corretores; unicamente se excluem os falidos não reabilitados. Os nomes de todos os Corretores constam de uma lista publicamente afixada.

---

<sup>189</sup> N. E.: É interessante notar que, ao longo do século xx, foi Zurique que foi dominando progressivamente o sistema financeiro helvético a ponto de todas as outras Bolsas acabarem por encerrar e/ou transferir as respectivas operações para a Bolsa de Zurique. A única exceção é a Bolsa da capital federal em Berna que tem conseguido sobreviver através de uma especialização do seu negócio no apoio ao financiamento das empresas PME do país.

Aos Corretores compete efectuar negociações sobre fundos públicos e outros susceptíveis de serem admitidos à cotação oficial, realizar por conta alheia transacções sobre letras e outros papéis comerciais, fixar as cotações de todos estes valores, comerciar sobre mercadorias por conta de outrem e exercer a corretagem quanto às espécies metálicas. Têm direito a uma remuneração ou salário.

As cotações diárias são fixadas pelos comissários da bolsa, em virtude dos boletins que os Corretores lhes entregam. Todos os títulos são admissíveis à cotação, mas o Conselho de Estado pode excluir dela os que forem emitidos ilegalmente ou por países em que os fundos suíços não sejam oficialmente cotados.

Os Corretores devem ter um livro idêntico ao nosso Protocolo e extrair dele cópias dos assentos para entregar às partes, como também entre nós sucede. Os Corretores estão sujeitos às penas de multa e de prisão, acrescentando sempre a esta última a de demissão do cargo.

## **XI. SISTEMAS MISTOS: A) ALEMANHA**

Na Alemanha as operações de Bolsa têm de ser realizadas por intermédio de Corretores, mas estes dividem-se em Corretores Oficiais ou de Curso (*Kursmakler*) e Corretores Privados (*Pfuschmakler*).

A lei federal permite aos diferentes Estados que estabeleçam pelas suas leis o monopólio da corretagem, mas nenhum deles fez uso até hoje de tal faculdade. Portanto, não há um privilégio legal em favor dos Corretores de Curso, apenas a lei estabelece para eles certas normas especiais, ao passo que os Corretores Ordinários estão sujeitos à lei geral, praticando validamente actos de comércio. Deste modo, o princípio geral é sempre o seguinte: qualquer indivíduo pode praticar por sua conta os actos da competência dos Corretores, ou directamente ou por intermédio de qualquer outro, como mandatário ou comissário.

Deste modo, a profissão de Corretor Ordinário é acessível a todos; os Corretores de Curso são nomeados pelo Governo de cada Estado, sendo geralmente apresentados pelas corporações de negociantes ou Câmaras

de Comércio de entre os comerciantes ou empregados de bancos. Os próprios falidos, cuja falência não haja sido fraudulenta, podem ser nomeados Corretores. A lei federal ordena que todos os Corretores de Curso sejam ajuramentados.

Todavia, a identidade entre os Corretores de Curso e os Corretores Ordinários não é absoluta. Compete exclusivamente aos primeiros:

- a) Fixar os cursos, donde lhe vem o seu nome. Os corretores podem exercer todas ou só algumas das categorias de corretagem; ordinariamente especializam-se como os *jobbers* ingleses, dedicando-se exclusivamente à negociação de certos valores. É com referência ao grupo de valores sobre os quais operam, que têm de fixar a cotação oficial. Para este fim inscrevem nos seus cadernos todas as operações realizadas; depois, terminada a sessão da Bolsa, reúnem-se com a assistência de um membro da Comissão de direcção da Bolsa e, conferindo os assentos dos seus cadernos, fixam o curso médio que deles resulta. O curso médio é publicado diariamente no Boletim das Cotações que, além desse, menciona outros cursos, e designadamente os de abertura e encerramento, mas só o curso médio tem carácter autêntico. Como se vê do exposto, só as transacções concluídas por Corretores de Curso influem na determinação das cotações.
- b) Proceder a certas vendas em hasta pública, tais como as dos penhores, as ordenadas por autoridade privada e as de cauções dadas pelos clientes.
- c) Entregar às partes cópias dos assentos dos seus livros com carácter autêntico; às cópias passadas pelos Corretores Ordinários falta este carácter.

Em regra, os Corretores Oficiais não se podem associar; excepcionalmente, porém, podem formar uma sociedade para a realização de uma operação, com o consentimento do cliente interessado. Podem ter caixeiros, mas estes não intervêm nas transacções da Bolsa; limitando-se ao serviço de escritório.

Os Corretores de Curso devem ser corretores de comércio no seu respectivo grupo e, é claro, que esta constitui a sua principal função. Como são equiparados aos comerciantes, devem estar matriculados no respectivo registo, devem ter firma, a sua escrituração, além dos livros especiais que



lhes pertencem, é igual à dos comerciantes em geral, etc. Na sua qualidade de intermediários, portanto por conta alheia, cumpre aos Corretores comprar e vender mercadorias, partes de navios, letras, fundos públicos nacionais ou estrangeiros, acções e demais papéis de comércio, bem como intervir nos contratos de seguro, de afretamento, de transportes terrestres ou marítimos e nos demais negócios comerciais. Os Corretores têm direito à corretagem, que varia de praça para praça, sendo fixada pelos respectivos regulamentos ou, na falta destes, pelo uso.

Os Corretores possuem Câmaras próprias, que devem ser ouvidas sobre a nomeação ou demissão deles e a quem compete: repartir entre eles as categorias ou grupos de negociações, velar pelo fiel cumprimento das obrigações que lhes incumbem, e elaborar novas regras cuja necessidade seja reconhecida.

Os Corretores de Curso podem servir de intermediários ainda com relação aos valores estranhos à categoria que se acha especialmente a seu cargo. Não podem, porém, exercer outra profissão comercial, nem associar-se a qualquer empresa mercantil, nem ser empregados doutros comerciantes, salvo quando o governo regional os autorize expressamente a isso. No seu ramo de corretagem não podem realizar operações por sua conta, quer directamente, quer por intermédio de algum comissário. Tão pouco lhes é permitido caucionarem ou garantirem a execução das operações, de que são encarregados, salvo quando, sem isso, a ordem do cliente seja insusceptível de ser executada.

Em matéria de segredo profissional e de escrituração, consigna a lei alemã exigências idênticas às da nossa lei. É principalmente pelo Protocolo, em que os Corretores são obrigados a assentar todas as operações que realizam, que se fiscaliza o modo por que eles exercem o seu mister. Os Corretores têm de entregar obrigatoriamente às partes cópias dos assentos dos seus livros. Em geral, o Corretor faz assinar a cópia pelas partes e remete-a à outra parte; quando a parte se recusa a assinar, o Corretor comunica esse facto aos demais interessados, sem que ele possa afectar em nada a validade da operação realizada.

Quando os Corretores de Curso violam as disposições do regulamento, incorrem em penas disciplinares; porém, os seus actos ilegítimos em nada viciam a operação realizada.

A admissão de títulos à cotação é requerida à Comissão da Bolsa, que abre um inquérito e seguidamente profere a sua decisão, da qual, em caso de rejeição, há recurso para a respectiva Câmara de Comércio.

## XII. B) RÚSSIA

Na Rússia a mediação é livre e, por isso, qualquer Corretor ordinário de comércio, ou mesmo um simples comerciante, pode efectuar validamente uma operação de Bolsa. Há, porém, Corretores ajuramentados em número fixo, que só pode ser aumentado pelo Governo, mediante parecer do corpo dos comerciantes. Só as operações realizadas por estes últimos têm carácter autêntico.

Para ser Corretor Oficial é necessário reunir as seguintes condições: ser cidadão russo, ter menos de 30 anos, pertencer a uma corporação ou *gilde*, ter sido durante bastante tempo director ou empregado de uma casa comercial compreendida na primeira *gilde*, residir no local onde há-de exercer a mediação e, tendo falido, provar que nada houve que pudesse afectar a sua probidade. Têm, além disso, de satisfazer a um exame técnico perante a Comissão da Bolsa. O candidato, que preencha todos estes requisitos, é eleito pelo corpo comercial e confirmado pelo ministro.

O Corretor tem que desempenhar pessoalmente as suas funções, pelas quais recebe uma comissão oficialmente fixada. As suas funções consistem em negociar os fundos públicos e todos os mais admitidos à cotação oficial, e as letras.

É proibido aos Corretores ausentarem-se para fora da praça onde exercem o seu ofício, realizarem operações fora dela e operarem por conta de quem não tenha o direito de comerciar. Devem manter o segredo profissional. Aos Corretores cumpre informar o Governo de todos os factos ocorridos na Bolsa, que possam ser prejudiciais para o Estado, e denunciar-lhe os boatos nocivos ao comércio que nela se propaguem.

São obrigados a ter dois livros: um para as operações sobre fundos e outro para as operações sobre letras, em que devem mencionar os nomes das partes e as condições de cada operação, dos quais devem tirar extractos autênticos para entregar às partes. Tanto os livros como os extractos são considerados documentos autênticos.

### XIII. C) ESPANHA

385

Segundo a lei espanhola, os mediadores comerciais, isto é, os Corretores de Bolsa, os Corretores de Comércio e os Corretores Intérpretes de Navios, dividem-se em duas categorias: mediadores inscritos e mediadores livres. O recurso aos mediadores inscritos não é obrigatório e qualquer contrato concluído na Bolsa sem a sua intervenção é válido, nos termos gerais do direito comum, ainda que tenha por objecto títulos de empresas industriais ou comerciais ou fundos públicos. Simplesmente, os Corretores inscritos são equiparados aos notários, quanto à negociação de fundos públicos, de valores industriais e comerciais, de mercadorias, e à prática de todos os mais actos de comércio da sua competência. Só eles são considerados como oficiais públicos.

O Governo, tendo ouvido a Câmara Sindical respectiva, pode nomear Corretor de uma Bolsa todo o indivíduo que reúna as seguintes qualidades: que seja cidadão espanhol de origem ou por naturalização, que goze de capacidade comercial, que não tenha incorrido nunca numa pena aflitiva ou infamante, que prove o seu bom comportamento por um atestado passado, perante o juiz, por três comerciantes matriculados, e que tenha prestado uma caução cuja importância varia nas diversas praças.

Os Corretores de cada praça constituem uma Corporação e elegem entre si, de dois em dois anos, uma comissão de oito vogais, chamada Câmara Sindical. As funções desta Câmara são:

- elaborar os regulamentos internos da Bolsa e velar pela sua aplicação, quando tenham sido aprovados pelo Governo;
- redigir e publicar o Boletim da Cotação, que é feito diariamente pela Câmara numa reunião celebrada no fim da sessão da Bolsa e em vista das fichas dadas pelos Corretores, que indicam as operações realizadas;
- fixar os cursos de compensação e efectuar as liquidações;
- estar permanentemente na Bolsa para resolver as dificuldades que possam surgir.

Os títulos admitem-se à cotação por decisão do Governo, sob parecer da Câmara Sindical.

Os Corretores só podem ser substituídos, em caso de impedimento, pelos seus colegas, mas podem ter caixeiros que os auxiliem na sua escrituração. A tarifa das corretagens é fixada pelo Governo.

Os Corretores são obrigados: a certificar-se da identidade das partes contratantes ou da verdade da sua assinatura, a propor com clareza as transacções, de modo que seja evitado qualquer equívoco, a manter o segredo profissional, a não exercer o comércio por conta própria, a não adquirir para si os títulos cuja venda lhes for confiada, a não ser seguradores de riscos comerciais, a não fazer operações por conta de falidos não reabilitados ou de indivíduos notoriamente insolventes, a não se empregar como caixeiros nalguma casa comercial e a não passar certidões que difiram dos assentos dos seus livros.

Os Corretores, quando realizam uma transacção, remetem-se mutuamente uma nota, indicando a natureza e as condições da operação, e enviam igual nota às partes. Estas por sua vez mandam-lhes outra nota confirmando a operação. Os Corretores são obrigados a ter um livro, correspondente ao nosso Protocolo, do qual devem extrair as cópias de assentos que as partes exigirem. Tanto o livro como essas cópias fazem fé em juízo.

A caução prestada pelos Corretores garante as operações que eles efectuam; todos os lesados por elas têm sobre a caução um privilégio mobiliário. Só depois de pagos todos os credores por actos realizados pelo Corretor no exercício das suas funções, é que os seus restantes credores são admitidos a fazer-se pagar pela importância da caução. Em caso de desfalque deve esta ser reconstituída no prazo de 20 dias.

O Corretor, que violar os preceitos legais, pode ser demitido pelo Governo, ficando, além disso, sujeito a indemnizar todas as perdas e danos causados.

#### **XIV. D) OUTROS PAÍSES**

##### **Suécia.**

Há, ao lado dos Corretores Privados, Corretores Oficiais nomeados pela Câmara de Comércio, que muito se aproximam dos corretores ajuramentados da Alemanha. Não têm a propriedade dos seus cargos, mas gozam do

privilégio de só por sua intervenção se poderem efectuar as negociações, que carecem de ter carácter autêntico.

### **Noruega.**

Há também Corretores Livres e Corretores Ajuramentados. As operações, que resultam da intervenção destes últimos, têm a mesma força jurídica que teriam, se fossem constatadas por um contrato directo entre as partes.

### **Dinamarca.**

A corretagem é livre, mas existem também Corretores Oficiais nomeados pelo magistrado da respectiva circunscrição e confirmados por decreto real. Exige-se, para se ser admitido ao cargo de Corretor, o gozo dos direitos civis e políticos, o bom comportamento e reputação, a solvabilidade julgada suficiente e a aprovação num exame especial. Os Corretores oficiais percebem uma remuneração obrigatoriamente fixada e são-lhes reservadas todas as negociações de carácter oficial.

### **Holanda.**

Há Corretores Livres, sujeitos às regras gerais do mandato salariado, e Corretores Ajuramentados, nomeados pelas autoridades judiciais e sujeitos a certas regras de disciplina especiais. Estes podem encarregar-se de toda a espécie de corretagem ou só de certas categorias dela. São proibidos de exercer o comércio por sua conta e de garantir a execução dos mercados que contratam. As menções dos seus cadernos e livros fazem prova entre as partes.

### **Chile.**

Há Corretores Oficiais e Corretores Livres. Todo o indivíduo pode exercer a corretagem, não recebendo, porém, como salário, senão metade do que for fixado para os Corretores Oficiais. Estes são nomeados pelo Presidente da República, sob proposta do tribunal do comércio, e têm de prestar juramento e caução. O seu número é limitado, variando nas diferentes praças. Não podem ser Corretores Oficiais os que estiverem proibidos de comerciar, os menores de 25 anos, os que já tenham sido demitidos do mesmo cargo

e os condenados nalguma pena aflagrante ou infamante. Têm que exercer pessoalmente o seu ofício e não podem pedir uma corretagem superior à que lhes for oficialmente arbitrada.

Os Corretores Oficiais são obrigados:

- a responder pela identidade dos contratantes e a certificar-se da sua capacidade legal;
- a não exercer comércio por sua conta e a não ser empregados de nenhuma casa comercial;
- a não passar certidões de factos, que não constem dos seus registos;
- a responder pela autenticidade da última assinatura e pela legitimidade dos títulos ao portador;
- a ter dois livros: o Caderno e o Registo, equivalente ao Protocolo;
- a entregar às partes, no prazo de 24 horas, uma nota com a indicação de todas as condições da operação realizada; estas notas fazem fé em juízo, quando tenham sido assinadas também pelas partes, e, em qualquer caso, fazem fé contra o Corretor.

O Corretor não é obrigado a executar pessoalmente a operação que contrata, nem a garantir a solvabilidade do seu cliente, salvo nas negociações de fundos públicos, em que é obrigado a entregar os títulos, no caso de venda, ou o seu preço, no caso de compra.

Os Corretores de cada praça reúnem-se semanalmente para fixarem as cotações da semana. Estão sujeitos às penas de suspensão e de demissão, que lhes podem ser impostas pelos tribunais judiciais.

No *México*, na *Bolívia*, no *Peru* e em *Nicarágua* a organização da mediação de Bolsa pouco difere da organização chilena.

## BIBLIOGRAFIA

BOUDON – *La bourse et ses hôtes*, cit.

– *La bourse anglaise*, cit.

CHEVILLIARD – Ob. cit.

COSACK – Ob. cit.

MARGHERI – *I motivi del nuovo Codice*, etc., cit.

PASSOS – Ob. cit.

RAFFALOVICH – *Agents de change*, cit.

SAYOUS – Ob. cit.

VIDAL – *Agents de change*, cit.

(Página deixada propositadamente em branco)



**PARTE V**

**DAS OPERAÇÕES DE BOLSA**

(Página deixada propositadamente em branco)

## **CAPÍTULO I**

### **NOÇÕES GERAIS**

#### **SUMÁRIO:**

- I. – Noções e caracteres gerais das Operações de Bolsa.
- II. – Suas classificações.
- III. – Algumas regras gerais.

#### **I. NOÇÕES E CARACTERES GERAIS DAS OPERAÇÕES DE BOLSA**

É impossível formular uma definição rigorosa de operações de Bolsa, tão grande é a sua variedade e tão múltiplos e inconstantes são os seus aspectos. Por isso comercialistas do valor de GRÜNHUT não hesitam em apresentar somente uma definição empírica e imprecisa, como a daquele autor: “*operações de Bolsa são as operações concluídas numa Bolsa sobre objectos que entram na esfera de actividade dela*”. Se assim procedem tão abalizados tratadistas, não teremos nós por certo a estulta pretensão de elaborar uma definição científica. Limitar-nos-emos a dizer de um modo genérico, com SAYOUS, que por operações de Bolsa se entendem um certo número de actos jurídicos que correspondem às necessidades mais ou menos gerais do comércio de Bolsa e que lhe são mais ou menos especiais.

Em regra, as operações de Bolsa fundam-se nas variações de preço das mercadorias e valores, pois raro é aquele que, ao efectuá-las, não é

determinado pela previsão, mais ou menos fundada, de alterações futuras das cotações<sup>190</sup>.

394

Conforme o objecto a que se referem as transacções e os usos da praça em que se efectuam, variam sensivelmente as operações de Bolsa. Mas, em última análise, todas as que se aplicam ao comércio de valores mobiliários apresentam manifesta identidade. Todas se reduzem a compras e vendas, conquanto, acerca do reporte, se possa defender doutrina diversa.

Mas, ao elemento fundamental da compra e venda, tantos outros vieram acrescer e de forma tão complexa se combinaram, que aquele é muitas vezes difícil de descortinar; ao observador pouco atento facilmente passará despercebido.

Por isso, a teoria jurídica da compra e venda é insuficiente para a regulamentação das operações de Bolsa e ninguém contesta a necessidade de uma teoria jurídica especial<sup>191</sup>. Tendo indicado as diversas formas de operações de Bolsa, escreve com razão MARGHIERI:

*“Semelhantes denominações não querem pois, no fundo, significar senão um contrato de compra e venda, tendo por objecto títulos de crédito, que circulam no comércio; mas as particularidades deste objecto, as funções económicas a que ele é destinado, o carácter literal que a negociação e a emissão dele lhe trazem, o modo de verificar o seu preço, a possibilidade de especular sobre as simples diferenças deste entre o dia da estipulação e o da execução, são tudo razões que mostram a insuficiência das teorias da compra e venda em geral e justificam a existência de uma teoria especial”.*

É desta teoria especial tão interessante e complexa, que nos cumpre exclusivamente tratar nesta parte final do nosso trabalho.

---

<sup>190</sup> N. E.: *Esta é uma das grandes vantagens destes mercados: incentivar os investidores a olbarem para o futuro e assim tentarem prever que variáveis serão relevantes e como irão elas afectar o valor das coisas. Evitam-se assim muitas das consequências potencialmente negativas do “logo se vê” típico da cultura nacional.*

<sup>191</sup> N. E.: *É esta especialização que tem levado à progressiva autonomização e ao crescente desenvolvimento de um ramo particular do direito comercial geral ligado a estes mercados. Entre nós, ele tem como elemento central o actual Código dos Valores Mobiliários, de 1999 e sucessivamente actualizado.*

## II. SUAS CLASSIFICAÇÕES

395

Nenhuma dúvida pode existir acerca da determinação das operações de Bolsa, pois que elas se acham taxativamente enumeradas no artigo 351º do nosso Código Comercial<sup>192</sup>. A simples análise desse artigo nos permite classificar os contratos de Bolsa em duas grandes categorias:

- a) Operações industriais e comerciais: venda de metais e de mercadorias; seguros; transportes terrestres, fluviais e marítimos; afretamento, fretamento, venda e hipoteca de navios; venda de bens imóveis e direitos a eles inerentes; leilões; negociação de letras, livranças, cheques e de outros valores comerciais (art. cit. n.ºs 2º a 9º)<sup>193</sup>;
- b) Operações de Bolsa propriamente ditas, pois são as únicas que na linguagem vulgar se costumam incluir nessa expressão: negociação de fundos públicos, acções e obrigações de sociedades legalmente constituídas (art. cit., n.ºs 1º e 2º). Só destas últimas pretendemos tratar, pois delas diferem consideravelmente as restantes, que em muitos países se efectuam em Bolsas independentes e com intermediários especiais.

As operações de Bolsa sobre fundos constituem por sua vez duas grandes categorias: operações reais e operações fictícias. Nas primeiras há um negócio, nas segundas uma simples aposta; naquelas há uma especulação, nestas uma mera agiotagem. As medidas especiais tomadas contra as operações de agiotagem e as contendas teóricas que provocam dão grande importância a esta divisão. Reservando-nos para tratar noutra lugar da agiotagem, falaremos, por ora, apenas na especulação.

As operações de especulação subdividem-se ainda em operações de colocação, pelas quais se adquirem títulos para empregos definitivos de capital<sup>194</sup>, e operações para revenda, em que se compram títulos no intuito

---

<sup>192</sup> N. E.: Recorde-se que o autor toma como referência o Código da altura, aprovado em Jun/1888.

<sup>193</sup> N. E.: Deverá haver aqui um erro de impressão visto que só o número 3º do Art. 351º se refere à venda de metais. Dever-se-á assim ler n.ºs 3º a 9º.

<sup>194</sup> N. E.: Hoje chamamos Mercado Primário a esta colocação de novos "papéis" nas mãos dos investidores. Note-se que nem sempre a colocação primária de valores é feita através de uma

de os vender mais tarde por um preço superior<sup>195</sup>. No primeiro caso, atende-se principalmente ao juro, que pelos títulos se pretende garantir<sup>196</sup>; no segundo caso, predomina o engrandecimento do capital<sup>197</sup> que se tenta obter e em nada importam os juros que os títulos possam dar. Na colocação há, pois, um consumo de títulos por parte do seu adquirente; na compra para revenda ou especulação há apenas a passagem de uns títulos pelas mãos de um indivíduo, ou, como diz PROUDHON, na primeira forma há uma comandita ou prestação de capitais, na segunda há apenas o seu movimento. De resto, a especulação é útil e necessária e de modo algum se deve considerar menos digna de protecção legal do que a colocação<sup>198</sup>.

Mas esta divisão das operações de Bolsa, baseada nos fins que têm em vista os seus autores, é meramente subjectiva. Na realidade, ou se trate de uma colocação ou de uma especulação, o contrato é idêntico e difícil é precisar a qual das categorias pertence, mormente quando apenas figuram no acto os Corretores, sendo desconhecidas as partes, e não se podendo, por isso, descortinar as suas intenções<sup>199</sup>.

Praticamente, portanto, o critério para a classificação das operações de Bolsa é-nos dado pela sua forma e, sob este aspecto, essas operações apresentam em todas as Bolsas quase completa uniformidade de tipos ou modalidades.

Em primeiro lugar, devemos distinguir entre Operações a Contado e Operações a Prazo ou a Termo. Esta classificação tem carácter legal, pois, segundo o nosso Código, todas as operações de Bolsa podem ser feitas para se realizarem na ocasião em que forem ajustadas ou a prazo (art. 354º; Reg. das Bolsas, art. 38º). Da noção legal se deduz qual é a diferença

---

*operação de Bolsa, como no caso das colocações privadas e mesmo em algumas colocações públicas. Como consequência, as Bolsas costumem ser incluídas no segmento dos Mercados Secundários.*

<sup>195</sup> N. E.: Mercado Secundário.

<sup>196</sup> N. E.: Entenda-se aqui “juro” como remuneração desembolsada pela entidade emitente das acções ou das obrigações a favor dos seus accionistas ou obrigacionistas. Portanto, inclui também os dividendos pagos.

<sup>197</sup> N. E.: Mais-valias.

<sup>198</sup> N. E.: Esta frase do autor mereceria um enorme destaque já que na nossa linguagem comum (e por isso mesmo muito explorado pelos políticos de todos os quadrantes) há uma conotação negativa da palavra ESPECULAÇÃO.

<sup>199</sup> N. E.: Com as exigências de transparência dos modernos mercados, esta diferença tornou-se muito clara.

característica entre os dois tipos de operações: num, há a fixação de um prazo de execução, que falta no outro<sup>200</sup>; a operação a contado é seguida logo, ou num curto prazo, da entrega dos títulos e do seu pagamento; na operação a prazo, essa entrega dos títulos e do seu preço só se faz numa época mais afastada e fixada com uma certa exactidão.

Como as operações de Bolsa não se liquidam ordinariamente no próprio momento em que se contratam, há em todas um prazo, mais ou menos longo, de execução, de modo que a divisão que apresentamos funda-se somente na maior ou menor brevidade desse prazo. Por isso, alguns autores, geralmente alemães, impugnam esta distinção, acoimando-a de vaga, e lembrando as dúvidas que se podem suscitar em face dela para caracterizar uma Operação a Contado, que se execute num dia de liquidação das Operações a Prazo e em que nada se possa induzir da quantidade dos títulos a que ela se refere. Propõem, pois, em substituição da tradicional divisão, uma nova: Operações Efectivas e Operações a Termo de Bolsa. Segundo SAYOUS, pode dizer-se, que a linha de demarcação entre as operações a termo de bolsa e as operações efectivas é o momento em que se contrata a termo, referindo-se a usos ou a um formulário qualquer, sem que se tenha de precisar algum ponto, tornando menos fácil toda a operação semelhante e inversa, dando à operação uma individualidade.

É certo que a divisão tradicional carece de um sólido fundamento científico e pode levar na prática a graves dúvidas, mas em pouco se lhe avantajará a nova sistematização, igualmente empírica, e talvez mais confusa. De resto, não podemos hesitar entre os dois critérios, não só porque o primeiro é o praticado em todas as praças, mas ainda porque a nossa lei expressamente o consagra. Temos, pois, como termos genéricos da divisão das operações de bolsa: Operações a Contado e Operações a Prazo.

Mas as Operações a Prazo dividem-se ainda em operações a prazo puras e simples, e Operações a Prémio ou sobre Opções<sup>201</sup>. As Operações a Prémio

---

<sup>200</sup> N. E.: *Em rigor, as operações a contado têm também um prazo de implementação definido, só que sendo quase imediato, a questão do tempo entre negociação e liquidação passa despercebido. Hoje em dia, parece haver uma tendência mundial para liquidar os negócios à vista em 3 dias úteis, pelo que serão consideradas a prazo todas as transacções que se liquidem em prazos maiores do que esse.*

<sup>201</sup> N. E.: *As operações a prazo do tipo simples envolvem hoje basicamente Contratos de Futuros. As operações a prazo do tipo com prémio envolvem hoje os Contratos de Opção em*

são operações a prazo com o direito adquirido para uma pessoa, mediante um suplemento de preço ou de remuneração, de se desligar do contrato ou do seu conteúdo.

Finalmente, há ainda uma operação auxiliar, que o nosso Código não inclui claramente entre as Operações de Bolsa e que efectivamente pode ser praticada fora dela, mas que nela tem a sua principal aplicação e importância, como reconheceu o nosso Regulamento das Bolsas, pela expressa referência que lhe fez. Referimo-nos ao Reporte, que fundamentalmente é uma combinação de operações a prazo, com prazos divergentes, ou de uma operação a prazo e de uma operação a contado<sup>202</sup>. Considerá-la-emos como uma operação auxiliar de Bolsa e, por isso, a não estudaremos no presente trabalho.

Estas são as quatro espécies de operações de Bolsa a que todas as suas modalidades se podem reduzir. Assim, alguns pretendem considerar como uma categoria à parte o *stellage*, operação em que, a troco do pagamento de uma quantia, se adquire o direito de comprar e vender, a uma data certa, uma quantidade e uma qualidade determinadas de títulos, mas é evidente que se trata apenas de uma forma especial de Operação a Prémio, como adiante melhor veremos.

Entre a classificação objectiva e a classificação formal das Operações de Bolsa, existe uma certa correspondência. Com efeito, para a colocação de capitais usa-se habitualmente das Operações a Contado, e para a especulação das Operações a Prazo. É certo que a especulação se pode fazer por meio de Operações a Contado, comprando títulos para mais tarde os revender, mas esse sistema é raramente empregado, porque dá poucos lucros, e aqueles que o usam não são considerados na Bolsa como jogadores.

---

*que o adquirente da possibilidade de escolba durante um certo tempo paga um prémio ao correspondente vendedor por essa capacidade de optar de acordo com as suas conveniências.*

<sup>202</sup> N. E.: *É curioso que hoje em dia se tenha reservado o termo Reporte para as operações fora de Bolsa em que (tipicamente) um banco obtém um empréstimo de um outro banco caucionado por títulos através de uma venda inicial desses títulos, os quais serão por ele recomprados no final do crédito à mesma contraparte e por um novo preço que foi fixado logo no acordo inicial que estabeleceu esta dupla transacção. Nas Bolsas de derivados há operações equivalentes a que não se dá tal designação mas que combinam uma venda à vista acompanhada de uma recompra a prazo ou de uma venda a prazo seguida de uma recompra a prazo ainda maior – “calendar spread”. Mas hoje não as consideramos como um grupo diferente de operações.*



### III. ALGUMAS REGRAS GERAIS

399

A primeira interrogação jurídica, que logicamente se deve suscitar no estudo das operações de Bolsa, refere-se à sua natureza civil ou comercial. A importância desta questão é inegável, porque da sua solução dependem a competência do tribunal que há-de conhecer das acções a elas referentes, a determinação dos meios de prova a empregar, o carácter do mandato do Corretor, a profissão comercial ou civil de quem as pratica habitualmente, etc. Entre nós, porém, a caracterização das operações de Bolsa não oferece a mínima dificuldade, pois são actos especialmente regulados no Código Comercial (Liv. 2º, Tit. 8º) e, portanto, são actos de comércio (Cod., art. 2º). Sendo objectivamente actos de comércio, nada importa a natureza de quem os pratica; ainda quando se trate de uma única operação realizada por um não comerciante, essa operação é evidentemente comercial.

Como contratos que são, as operações da Bolsa estão necessariamente sujeitas às regras gerais dos contratos. Assim, quanto à capacidade das partes, seguem-se as normas gerais. Deste modo:

- o pai de um menor, que queira vender bens desse menor na Bolsa, carece de autorização judicial (Cod. do Proc. Civ., art. 657º);
- o tutor carece para o mesmo fim de autorização do conselho de família (Cod. Civ., art. 224º, nº 13), bem como deve seguir as indicações que por ele lhe forem dadas, quando trate de empregar capitais do menor por meio de uma operação de compra (Cod. Civ., art. 224º, nº 11) ;
- o mesmo sucede com o tutor do interdito por demência (Cod. Civ., art. 321º) e pode suceder com o tutor do interdito por surdo-mutismo (Cod. Civ., art. 338º e 339º);
- o curador provisório dos bens do ausente (Cod. do Proc. Civ., art. 659º) e o administrador dos bens do pródigo (Cod. Civ., art. 351º) carecem para o mesmo fim de autorização judicial; etc.

Para a mulher casada é necessário fazer uma distinção. Em princípio, a mulher não pode praticar operações de Bolsa sem autorização do marido (Cod. Civ., art. 1193º), salvo, em certos casos, no regime da separação de

bens (Cod. Civ., art. 1127º e 1128º). Entende-se, mesmo geralmente, que é necessária uma autorização especial do marido para cada operação de Bolsa que pretenda praticar (Cod. Civ., art. 1194º). Se, porém, a mulher estiver autorizada a comerciar, pode sem dúvida efectuar operações de Bolsa, sem dependência de qualquer autorização especial (Cod. Civ., art. 1194º; Cod. Com., art. 16º).

No caso de separação, tratando-se de fundos consolidados, que são imóveis por disposição da lei (Cod. Civ., art. 375º, nº 3), a sua alienação, e portanto a operação de Bolsa correspondente, dependem do consentimento de ambos os cônjuges (Cod. Civ., art. 1216º); quanto aos outros títulos, pode cada um dos cônjuges negociá-los livremente (Cod. Civ., art. 1215º).

Igual distinção se tem de fazer no regime dotal: no primeiro caso, é necessária autorização judicial (Cod. do Proc. Civ., art. 601º e seg.; Cod. Civ., art. 1149º, § 2º); no segundo caso, tem ordinariamente o marido o direito de livre alienação (Cod. Civ., art. 1148º).

Às operações de Bolsa aplicam-se também, quando for caso disso, as normas que regulam os contratos condicionais (Cod. Civ., art. 678º). Porém, a disposição especial do art. 679º não se deve considerar aplicável às Operações a Prémio, pois do facto da parte se obrigar a pagar uma certa quantia, quando não seja executado o contrato, deduz-se que ela não tem a absoluta liberdade de impedir ou não que a condição se verifique.

A transferência de títulos, que resulta das operações de Bolsa, envolve igualmente a transferência do direito aos respectivos juros; quando, porém, a transferência coincida com a época do pagamento dos juros, podem surgir a tal respeito certas dificuldades. Algumas legislações admitem uma espécie de condomínio dos dois contratantes, mandando dividir entre eles os juros do primeiro semestre posterior à transacção. Entre nós, nada de semelhante existe<sup>203</sup>. Para as acções nominativas, é do confronto entre a data

---

<sup>203</sup> N. E.: Nos mercados actuais existe sempre uma data de verificação da titularidade do valor mobiliário uma vez que o juro ou dividendo será pago ao proprietário registado nessa data. Como há sempre um certo tempo entre a data do acordo de compra e venda de um valor e a data da sua efectiva transmissão de propriedade, ambas as partes no negócio têm de contar com esse intervalo de tempo para saberem se o seu nome ainda (ou já) está inscrito no referido registo nominativo. Daí a noção de acções ou obrigações ainda com direito ou já sem direito a esse pagamento agendado. Também neste campo não interessa se o valor é nominativo ou não.

do pagamento dos juros e a data do averbamento da sua transferência nos registos da sociedade que resulta a discriminação precisa dos direitos dos dois contratantes (arg. do Cod. Com., art. 168º, § 1º); para os títulos ao portador, a determinação é dada pela data da sua entrega real (Cod. Com., art. 483º). Na prática, quando são títulos de cupões, ora se negociam com eles, ora sem eles, atendendo-se ao seu valor na fixação das cotações<sup>204</sup>. Para as Obrigações aplicam-se as mesmas regras que para as Acções (Cod. Com., art. 198º).

Na prática, considera-se o contrato perfeito, logo que o Corretor encarregado de comprar os títulos comunica ao cliente os números dos títulos adquiridos e que este confirma a operação, expressamente por um documento, ou verbalmente, ou tacitamente pelo seu silêncio.

As ordens de Bolsa, isto é, as ordens dadas pelos clientes aos Corretores, podem conter indicações muito variadas quanto ao preço por que a operação deve ser realizada<sup>205</sup>.

Ordinariamente fixa-se o curso médio e então não há dúvida nenhuma, visto que ele consta do Boletim das Cotações, ou o curso do dia, e neste caso é um dos que se cotam nesse dia, ou um curso fixo, que muitas vezes pode tornar impossível a realização da operação por falta de contra-parte.

Nalgumas nações também se indicam muitas vezes os cursos de abertura e de encerramento.

A lei não fixa prazo algum dentro do qual o Corretor tenha de realizar a operação de que o seu cliente o haja incumbido, mas é do consenso geral que ela deve ser realizada o mais depressa possível. No caso de demora injustificada ou devida à negligência do Corretor, pode-lhe o cliente exigir uma indemnização pelos prejuízos sofridos.

---

<sup>204</sup> N. E.: *A maioria dos actuais mercados de Bolsa precificam os instrumentos de dívida – exemplo: obrigações – sem incluir o próximo cupão a pagar (adicionado depois). Mas isto é apenas uma convenção de mercado.*

<sup>205</sup> N. E.: *A variedade de ordens de Bolsa é enorme e a imaginação aqui não tem limites. Mas os dois tipos mais comuns são as ordens com indicação do preço máximo de compra (ou o preço mínimo de venda) e a ordem ao melhor em que o investidor quer transaccionar com urgência sujeitando-se por conseguinte ao melhor preço que o seu Corretor conseguir de imediato na praça. Para além disto a ordem pode conter uma indicação do prazo de validade, por exemplo, para o dia, até ao final do mês, etc.; ou uma indicação do momento em que deve ser tentada executar, por exemplo, na abertura ou no fecho da sessão.*

Sendo os valores mobiliários coisas essencialmente fungíveis, é claro que as ordens de Bolsa nunca contêm a indicação dos números dos títulos a adquirir, o que não obsta a que o Corretor deva tomar nota deles ao realizar a operação, como já dissemos.

### **BIBLIOGRAFIA**

BÉDARRIDE – Ob. cit.

BOZÉRIAN – Ob. cit.

BUCHÈRE – Ob. cit.

CAUWÈS – Ob. cit.

COLSON – Ob. cit.

GRÜNHUT – Ob. cit.

LAMBERT – Ob. cit.

LYON-CAEN et RENAULT – Ob. cit.

MARGHERI – *Il diritto commerciale italiano*, etc., cit.

PROUDHON – Ob. cit.

SAYOUS – Ob. cit.

SUPINO (David) – *Le operazioni di borsa*, etc., cit.

WALDMANN – Ob. cit.

## CAPÍTULO II

### OPERAÇÕES A CONTADO

#### SUMÁRIO:

- I. – Noção e principais aspectos das Operações a Contado; suas relações com a especulação.
- II. – Regras gerais; as ordens de Bolsa.
- III. – Liquidação.
- IV. – Garantias.

#### **I. NOÇÃO E PRINCIPAIS ASPECTOS DAS OPERAÇÕES A CONTADO; SUAS RELAÇÕES COM A ESPECULAÇÃO**

A operação a contado é o contrato de Bolsa, em que a recepção ou entrega dos títulos e o pagamento da soma, que representa o seu valor, advêm imediatamente, simultaneamente, ou, como diz o nosso Código, “*é a operação feita para se realizar na ocasião em que for ajustada*” (Cod. Com., art. 354º; Reg. das Bolsas, art. 38º). Em princípio, pois, na operação a contado não há termos, nem condições; de facto, porém, consideram-se igualmente operações a contado as que se liquidam no dia imediato ou dentro de poucos dias, em geral não mais de cinco, depois da sua estipulação.

As operações a contado têm ainda outras denominações<sup>206</sup>: de pronto, a dia, de caixa; e na Inglaterra *trading for money* ou *cash bargain*.

---

<sup>206</sup> N. E.: Hoje é mais comum chamar-se “mercado à vista”.

Estas operações que, pela sua simplicidade, parece que deveriam constituir a maioria dos contratos de Bolsa, representam na realidade uma percentagem insignificante na sua cifra total<sup>207</sup>. A razão deriva da sua própria natureza, em virtude da qual só as podem realizar os que têm dinheiro ou títulos prontamente disponíveis<sup>208</sup>. Deste modo, só são acessíveis aos ricos<sup>209</sup>; ora, como observa PROUDHON, as operações de Bolsa fazem-se para enriquecer; assim há, portanto, um círculo vicioso. Nas Bolsas moldadas pelo regime do *Stock-Exchange* mais raras ainda são estas operações, pois o *jobber*, como dissemos, não tem à sua disposição os títulos que negocia e carece de um certo prazo, em que os adquira, para poder liquidar a operação.

Nas operações a Contado atende-se principalmente ao rendimento dos títulos, que se compram ou que se adquirem, e não ao lucro da sua revenda, como sucede nas Operações a Prazo<sup>210</sup>. Só estas podem proporcionar grandes lucros aos frequentadores da Bolsa e, por isso, são constantes as operações a Prazo sobre grandes stocks de títulos, o que raras vezes se dá nas operações a Contado. Todavia, estas podem ter por objecto tanto um só título, como muitos, ou mesmo uma quantidade indeterminada deles.

Deste modo, as operações a Contado têm principalmente em vista a colocação ou realização de um capital, constituindo o que os franceses chamam negócios de pais de família. Um indivíduo, dispondo de certos

---

<sup>207</sup> N. E.: *Esta realidade histórica não se verifica nos dias actuais já que as operações com Opções desapareceram completamente da Bolsa portuguesa e os próprios Futuros sobre activos nacionais têm hoje uma liquidez meramente residual. Será interessante estudar as razões que levaram a essa troca de quotas de mercado.*

<sup>208</sup> N. E.: *Em teoria, num contrato a prazo simples só na data do seu vencimento haveria que pagar o montante acordado e que entregar os valores subjacentes combinados. Na vida real, há um pequeno volume financeiro a mobilizar logo de início para assumir tal posição contratual devido às margens habitualmente exigidas pelos organismos da Bolsa ou os a ela associados ("Clearing Houses").*

<sup>209</sup> N. E.: *Não concordamos com esta visão do autor. Na verdade, são as operações a termo que, mobilizando inicialmente menos fundos permitem uma grande alavancagem dos investimentos e, portanto, a assumpção de grandes níveis de risco. Pelo contrário, serão as operações à vista que serão para os menos afluentes.*

<sup>210</sup> N. E.: *De facto, tanto nos Futuros como nas Opções, os seus investidores em operações especulativas tomam essas posições porque esperam ganhar pela diferença de preços entre a compra e a venda, uma vez que nenhum desses contratos paga qualquer dividendo ou juro. Já nas operações a contado uma parte da remuneração poderá provir dessas mais-valias, embora na época do autor, a tradição do mercado era os valores mobiliários pagarem elevadas juros ou dividendos de modo a que as mais ou menos-valias fossem insignificantes.*

capitais, quer adquirir pelo seu emprego um certo rendimento, ou investindo-os no capital de uma empresa, ou fazendo com eles um empréstimo; manda comprar por esta forma acções ou obrigações, as quais podem ser títulos mais ou menos garantidos, conforme o seu adquirente se limitar a auferir um lucro pequeno ou preferir um lucro maior, ainda sujeitando-se também a maiores riscos<sup>211</sup>. Reciprocamente, um possuidor de títulos quer realizar o seu capital, manda por esta forma vender os seus títulos. De um modo geral, pode-se dizer que é por meio de operações a Contado que se realizam todos os pequenos e a maioria dos grandes empregos de capital.

Não se julgue, porém, que as operações a Contado nunca podem dar lugar à especulação. É certo que só os especuladores mais inexperientes ou mais tímidos usam deste tipo de contrato, mas isso não impede que por meio dele seja possível a especulação com todos os seus efeitos, tanto os benéficos, de atenuação na flutuação dos cursos e de facilitação na colocação de valores, como os maléficos e ruinosos. Por isso, se reconhece geralmente que a supressão das operações a Prazo, tentada nalguns países, não consegue extinguir por completo a especulação.

Nas Bolsas mais importantes costuma até haver um lugar especial, em que a especulação se exerce por meio de operações a Contado, chegando a haver operações a Contado sobre Opções<sup>212</sup>. Para prova do que afirmamos, basta-nos-á apresentar as formas principais que as operações a Contado revestem, quando usadas pela especulação.

- a) Alguns especuladores compram um título um ou dois meses antes do vencimento do seu cupão, escolhendo sempre um título seguro e cujo valor seja pouco variável; recebem os seus dividendos; esperam

---

<sup>211</sup> N. E.: O autor refere-se aqui a uma visão do investimento em acções e em obrigações como um seguro para cobertura das incertezas futuras familiares. Esses valores eram então vistos como instrumentos de aforro e não como formas de especular com a permanente volatilidade das cotações. Hoje a visão predominante é a especulativa, o que acarreta que também as entidades emitentes actuem em conformidade, por exemplo, pagando "dividend yields" muito baixos e transferindo a responsabilidade pela remuneração complementar necessária para as mais-valias (logo, acarretando mais volatilidade de preços).

<sup>212</sup> N. E.: Basta entrar nestas Opções como comprador ou como vendedor e manter essa posição contratual durante um certo tempo na esperança de que o preço desses contratos se altere num sentido que a permita vender mais cara ou de a recomprar mais barata.

que, passada a depressão devida ao pagamento dos juros, a cotação dos títulos torne a subir e revendem-no, o que, em regra, conseguem fazer a um preço igual ou muito aproximado daquele por que o compraram<sup>213</sup>. Com o dinheiro, que assim recuperam, compram um outro título, cujos cupões sejam pagos numa data diferente da do vencimento do anterior, e repetem sucessivamente a mesma operação.

Esta forma de especulação oferece grandes vantagens e, podendo-se transferir o capital dez ou doze vezes por ano de uns para outros títulos, permite por vezes tirar dele um juro de 15 ou 20 %. Como se escolhem sempre valores seguros para estas operações, não há risco de grandes prejuízos, pois ainda que um pânico ou outro acontecimento imprevisto deprima as cotações e não permita revender sem perda o título comprado, que é o pior que pode suceder, o especulador é unicamente obrigado a conservar o título e a continuar a receber os seus dividendos normais; a baixa das cotações não durará sempre e mais tarde pode ser possível recomeçar as transferências. A principal causa do prejuízo vem do pagamento repetido de corretagens que, sendo grandes, podem desfalcar sensivelmente os lucros obtidos.

- b) Mais simplesmente ainda se pode especular na alta ou na baixa por meio de operações a Contado. No primeiro caso compra-se um título depreciado, escolhendo-se de preferência aqueles cuja cotação baixou por um motivo artificial, – por exemplo: uma guerra, – que não corresponda à menor solvabilidade do emissor; guarda-se o título, esperando que a agiotagem o faça subir de cotação, e então revende-se. Deste modo, é natural que tais operações tenham principalmente por objecto acções em que a agiotagem mais especule. Esta forma de especulação já é mais perigosa do que a anteriormente indicada, pois facilmente pode haver um erro de previsão e a cotação descer, em vez de subir, ou o especulador ser insensivelmente levado, para

---

<sup>213</sup> N. E.: *Há aqui alguma incongruência no raciocínio do autor uma vez que, se o mercado for racional e todos os investidores dispuserem de igual informação, a remuneração proporcionada por esta estratégia não poderá ser diferente da que estiver implícita no preço inicial do título (ainda com o próximo cupão) – a “Yield-to-Maturity”.*



defender a sua posição, a empreender operações a Prazo e a prémio, caindo então na grande agiotagem.

A especulação na baixa faz-se pela ordem inversa. Um possuidor de títulos, prevendo que a sua cotação vai baixar, vende-os, para mais tarde os tornar a comprar por um preço inferior.

c) Como a liquidação das operações a Contado não é feita imediatamente depois da sua conclusão, ainda se pode especular com as diferenças das cotações desde o momento da estipulação ao da liquidação<sup>214</sup>, cujo intervalo é geralmente de 24 horas (conf. Reg. das Bolsas, art. 29º). Deste modo, a operação a Contado pode-se saldar pelo simples pagamento de diferenças de cotações, tornando-se pois um puro Contrato Diferencial – forma típica da especulação. Nem obsta à realização de tais operações a falta de meios, pois recorre-se em tal caso às antecipações feitas sobre títulos pelos bancos, que permitem realizar, sob esta forma, todas as negociações ordinariamente reservadas para o fim do mês<sup>215</sup>.

Como se vê, por diversos processos é possível especular usando exclusivamente de operações a Contado. Mas, seja qual for o fim que se tenha em vista ao efectuá-las, as operações a Contado representam sempre um emprego ou uma realização de capital. Pode haver diferença na intenção do operador, mas a operação não varia e está sujeita em qualquer caso a regras idênticas, que nos cumpre agora estudar.

---

<sup>214</sup> N. E.: *A ideia é comprar e vender ao longo de um mesmo dia – “day trade” –, procurando comprar barato e vender caro. Como a liquidação de todas estas compras e vendas se fará num mesmo dia posterior – hoje 3 dias úteis após o dia da negociação – o investidor apenas tem de entregar títulos em quantidade igual ao saldo entre as quantidades vendidas e compradas, e receber um valor monetário correspondente a idêntico saldo entre o total de pagamentos e o total de recebimentos acordados.*

<sup>215</sup> N. E.: *Em França existiu um segmento do mercado a contado cujas liquidações acumuladas só eram feitas no final do respectivo mês civil – “Marché a Règlement Mensuel”. Para mercados com pouca liquidez natural como o Português, este é um mecanismo para potenciar essa liquidez na medida em que permite comprar e vender ao longo de todo um mês sem dinheiro e sem títulos mas só liquidar todas essas transacções de forma agregada no final do mês. Um bom sistema de margens tal como nos derivados reduziria muito os riscos inerentes.*

## II. REGRAS GERAIS; AS ORDENS DE BOLSA

408

A Operação a Contado, limitando-se a uma entrega de títulos e de dinheiro, é a mais simples de todas as operações de Bolsa e não pode dar lugar a nenhuma complicação jurídica.

A operação realiza-se por meio de leilão<sup>216</sup> (Reg. das bolsas, art. 32°). Terminada a operação, o Corretor expede a carta de aviso respectiva e, nos dias seguintes, o cliente vai regular definitivamente a operação, recebendo a respectiva cópia do assento ou conta, que serve de meio de prova (Cod. Com., art. 71° e segg.; Reg. dos Corr., art. 58°, § un., 63° e 64°).

Na execução da operação deve o Corretor guiar-se pela indicação das ordens do seu cliente. Estas podem apresentar diferentes modalidades quanto ao preço, de que nos cumpre indicar e analisar as principais. Nas nossas praças a ordem manda habitualmente executar a operação a um preço fixo ou pelo melhor.

No primeiro caso o cliente livra-se de quaisquer prejuízos provenientes de alterações súbitas dos cursos ou da negligência do Corretor; já sabe as condições em que a operação se há de realizar e nada de imprevisto lhe pode suceder. Mas muitas vezes torna-se difícil realizar a operação, porque não há propostas recíprocas correspondentes ao curso fixado; neste caso a operação pode-se tornar impossível ou demorar muito, passando a ocasião em que era vantajosa para o cliente. Entende-se, porém, que mesmo quando a ordem haja fixado um curso, não fica o Corretor impedido por isso de realizar a operação a outro preço ainda mais favorável para o cliente do que o escolhido<sup>217</sup>.

Quando a ordem da Bolsa manda comprar ou vender ao melhor, fica o preço ao arbítrio do Corretor. Trata-se pois de um curso ilimitado, mas é claro que a operação só poderá ser realizada a um dos cursos cotados no dia respectivo. Este processo é vulgarmente empregado para a negociação de títulos, que só raras vezes surgem na Bolsa, e neste caso é vantajoso,

---

<sup>216</sup> N. E.: *Porque actualmente o termo "leilão" tem um significado diferente do usado na legislação da época, interessa referir que as negociações decorriam então em contínuo e que a negociação por chamada para atribuição de um único preço diário – verdadeiro leilão – só foi introduzida entre nós muito mais tarde.*

<sup>217</sup> N. E.: *Ou seja, o preço indicado na ordem é um preço limite que será entendido pelo Corretor como preço máximo nas compras e mínimo nas vendas.*

porque, deixando toda a liberdade ao Corretor, permite a este que se aproveite de qualquer ocasião boa que apareça e que em regra dificilmente se poderia repetir. Mas a ordem assim redigida permite também a fraude do Corretor, que pode simular ter vendido mais barato ou comprado mais caro de que fez na realidade, aumentando ilicitamente o seu lucro; estes abusos do Corretor, porém, são eficazmente evitados pela assistência do cliente interessado à sessão da Bolsa<sup>218</sup>.

Conquanto não usada em Portugal, é muito vulgar nas Bolsas estrangeiras a ordem de realização de uma operação a Contado ao curso médio. Nestas condições, o cliente não sabe o preço exacto a que a operação será efectuada, pois esta só se torna definitiva depois de encerrada a sessão da Bolsa, visto só então se fixar o curso médio do dia. Os Corretores costumam-se reunir antes da Sessão da Bolsa para a realização das operações ao curso médio da sessão anterior. Este sistema tem a vantagem de não abandonar a fixação do preço da operação ao arbítrio do mediador, de livrar o cliente do curso mais caro, em caso de compra, ou do mais barato, em caso de venda, e em geral de alterações dos cursos, que possam sair muito das suas previsões. É certo, porém, que este sistema também se presta à fraude, podendo o curso médio ser falseado pelo Corretor. Com efeito, suponhamos que os cursos do dia oscilaram entre 95\$00 e 100\$00 reis; neste caso o Corretor vende a seu risco a 97\$00 reis os títulos do cliente; mais tarde vende uns outros títulos a 93\$00 reis; deste modo o curso médio do boletim da cotação é fixado em 95\$00 reis, é esse o que é comunicado ao cliente pelo Corretor, que ganha portanto 2\$00 reis indevidamente em cada título<sup>219</sup>.

É evidente que só pode ser considerada correctamente executada uma operação que se realiza a um dos cursos cotados no respectivo dia, mas não basta que o curso seja cotado para que a operação que se desejava realizar

---

<sup>218</sup> N. E.: *Estas fraudes são limitadas quando a) se opta por uma negociação por chamada, na medida em que em cada leilão – tipicamente, apenas um por dia para cada valor listado em Bolsa – há um único preço comum a todas as transacções realizadas ou b) quando, como hoje em dia, as ordens e os negócios têm uma indicação do momento em que foram introduzidas e realizadas, permitindo a comparação posterior dos preços conseguidos.*

<sup>219</sup> N. E.: *A utilização de preços médios ponderados pelas quantidades transaccionadas torna mais difícil esta manipulação das médias diárias. De qualquer forma, vale recordar que cada vez mais as legislações de todos os países punem severamente todos os fenómenos de manipulação tentadas ou efectivadas nestes mercados.*

a esse preço seja possível. Se a ordem for ao curso médio, pode ter havido só um curso e portanto faltar o médio; ainda que haja vários cursos cotados podem as operações realizadas ter absorvido uma quantidade de títulos insuficiente para abranger todos os que fazem objecto da ordem; enfim, se o curso for fixado na ordem, ainda mais difícil se torna a operação, como já dissemos. Em regra, só para os títulos que habitualmente se negociam na bolsa em grandes lotes, se pode garantir a execução num dia marcado de uma ordem a um curso marcado.

Para evitar quaisquer dúvidas a propósito da execução de ordens de Bolsa, é de toda a vantagem que estas sejam dadas sempre por escrito. Na prática, porém, a maioria das ordens é dada verbalmente.

Entende-se geralmente que as ordens de Bolsa podem ser revogadas até ao fim da sessão para que são dadas, logo que a respectiva operação não tenha sido ainda executada. Na ordem pode-se fixar o prazo da sua validade que é, em regra, maior no caso de fixação do curso, em que se espera o aparecimento do preço desejado nas oscilações constantes das cotações; na falta de fixação de prazo é costume considerar a ordem válida indefinidamente, isto é, até que seja revogada.

### III. - LIQUIDAÇÃO

Entre a estipulação e a liquidação das operações a Contado só deve decorrer o tempo necessário para a sua realização material, isto é, para a entrega dos títulos e do dinheiro. Atendendo a este princípio, determina a nossa lei que as liquidações das operações a Contado devem ficar concluídas até às 3 horas da tarde do dia imediato àquele em que forem contratadas, sendo prorrogadas por mais um dia, quando aquele for feriado (Reg. das Bolsas, art. 39º). Como as 3 horas da tarde são precisamente a hora fixada para a abertura das sessões da Bolsa (Reg. cit., art. 31º), vê-se que o preceito legal equivale a mandar proceder à liquidação das operações a Contado no intervalo de uma sessão para outra<sup>220</sup>.

---

<sup>220</sup> *N. E.:* O padrão internacional actual é de 3 dias úteis, ou seja, cada acordo obtido na Bolsa é liquidado no 3º dia útil subsequente. Alguns países já tentaram o regime de 2 dias de

Nas legislações estrangeiras estabeleceu-se, em geral, um princípio idêntico para as operações que versam sobre títulos ao portador, ficando a liquidação das referentes a títulos de assentamento dependente da realização dos respectivos averbamentos. Como entre nós os títulos se negociam na Bolsa já com o endosso em branco e que os Corretores não intervêm nos averbamentos, tornou-se possível ao legislador equiparar neste ponto os títulos nominativos aos títulos ao portador. O sistema do endosso em branco, criticável por vários motivos, é sem dúvida cómodo neste ponto de vista.

Mas quando se deve considerar a operação definitivamente liquidada?

Logo que há entrega dos títulos de um a outro Corretor. Nada importa que o Corretor comprador tenha ou não pago ao Corretor vendedor, ou que este tenha ou não entregado o dinheiro ao seu cliente. No primeiro caso, se o vendedor não exigiu o dinheiro em troca dos títulos, quer o tenha feito por confiança no seu colega, quer por ter com ele outras contas pendentes, praticou um acto imprudente de que só ele pode responder e de que deve sofrer as justas consequências; no segundo caso, dá-se igualmente um facto estranho ao contrato de Bolsa, que de modo algum pode afectar os direitos do outro cliente nele interessado.

Por sua vez, o cliente adquire a propriedade do título, apenas este lhe seja entregue pelo Corretor. Mas ainda pode adquirir igual direito sem tradição real. Assim, se nos livros do Corretor vierem especializados certos títulos, indicando os seus números, como a ele pertencentes, especificando-se o seu nome; ou ainda quando os títulos em poder do Corretor tenham alguma ficha ou sinal semelhante declarando que são do cliente, consideram-se como propriedade deste. Este princípio tem principal utilidade em caso de falência do Corretor, mas nesse processo é natural que o cliente seja obrigado a provar a operação executada por sua conta, em virtude da qual o Corretor fez a especialização dita, atribuindo-lhe a propriedade dos títulos (conf. Cod. de Fal., art. 55º e seg.).

Acerca da liquidação das Operações a Contado tem-se discutido na jurisprudência francesa uma interessante questão jurídica, que vamos expor.

---

*intervalo, mas parece que a crescente internacionalização das operações nestes mercados não aconselha intervalos de tempo demasiado curtos.*

Muitas vezes é um intermediário, banqueiro ou cambista, que transmite ao Corretor a ordem de um particular; pergunta-se se neste caso o Corretor se pode recusar a liquidar directamente a operação com o verdadeiro cliente, entendendo-se com o intermediário dele, ou se pode ser obrigado a tratar directamente com o cliente real. A questão é sobretudo importante, quando o Corretor seja incumbido de uma venda e tenha uma conta corrente com o intermediário, em que lhe convenha fazer figurar a dita venda. A rigor, o cliente tem o direito de exigir que o Corretor trate directamente com ele pois que, executada a operação, é o único proprietário dos títulos ou do dinheiro, e é principio geral que, havendo substituição de mandato, pode o mandante accionar directamente o novo mandatário (conf. Cod. Civ., art. 1343°). De facto, porém, esta solução pode em certos casos ser demasiadamente rigorosa e por isso é costume atender às circunstâncias especiais que praticamente existam; assim, quando o Corretor prove que não sabia que a operação era por conta de outro, que não o seu mandante directo, deve este facto ser tido na devida consideração e permitir-se que o Corretor inscreva a operação na sua conta corrente com o intermediário do cliente efectivo.

Conquanto a lei fixe imperiosamente o prazo para a liquidação das operações a Contado, é certo que, na prática, esse prazo é, e não pode deixar de ser, muitas vezes excedido. A lei não estabelece sanção especial para o seu preceito, mas em virtude do seu carácter imperativo teremos necessariamente que aplicar no caso de violação dele a sanção geral de nulidade do artigo 10° do Código Civil<sup>221</sup>. Portanto, a operação é nula, ficando responsável pelos prejuízos que daí advierem aquele que tiver impedido a sua liquidação no tempo devido. Mas, como não se trata da violação de uma lei de interesse e ordem pública, podem os interessados sanar a nulidade pelo seu consentimento, nos termos do § único do mesmo artigo do Código Civil. A igual solução leva a aplicação, por

---

<sup>221</sup> N. E.: *Uma vez que numa transacção a contado há um comprador e um vendedor, se um dos lados falbar ao seu compromisso, será vantajoso que o outro não seja afectado. Nesse sentido, o que é costume hoje é que, se o vendedor não entregar os títulos na data da liquidação programada, o seu Corretor tente nos próximos dias comprar os títulos em falta – a chamada recompra – para satisfazer o outro lado no acordo inicial. E de forma semelhante para uma falha com os dinheiros a entregar por um comprador.*

analogia, do artigo 475º do Código Comercial, que regula uma hipótese idêntica para os contratos de compra e venda celebrados a contado em feira ou mercado.

Em resumo: se a operação a Contado não estiver liquidada no prazo legal, pode qualquer dos interessados recusar-se a executá-la.

#### IV. GARANTIAS

Obrigado a manter o segredo profissional e a não revelar os nomes dos seus clientes (Cod. Com., art. 68º, nºs 3º e 4º; Reg. dos Corr., art. 53º, nºs 3º e 4º), o Corretor torna-se responsável, como sabemos, pela execução do contrato (Cod. Com., art. 76º: Reg. cit., art. 71º). Sendo assim, forçoso é que ele possa exigir do seu cliente as necessárias garantias, que nas operações a Contado consistirão naturalmente na entrega antecipada dos títulos ou do dinheiro, a troco do competente recibo<sup>222</sup>.

Cumpre-nos, porém, estudar o regime jurídico de tal garantia. À primeira vista, sendo o Corretor obrigado a manter o segredo profissional, a não caucionar a execução do contrato e a não o garantir por qualquer outra forma, pois que isso equivaleria a praticar um acto de comércio por sua conta (Cod. Com., art. 68º, nº 3º; 80º, nºs 3º e 1º; Reg. dos Corr., art. 53º, nº 3º, 50º nºs 5º e 1º), parece que ele se devia considerar implicitamente obrigado a exigir tal garantia.

Mas as disposições do artigo 76º § 1º do Código Comercial e do artigo 71º § 1º do Regimento dos Corretores resolvem claramente a questão. Com efeito, aí se estatui que, quando o Corretor tem de responder pela execução do contrato, pode exigir do seu comitente as garantias que julgar necessárias para cobrir a sua responsabilidade. Trata-se pois de uma garantia facultativa que o Corretor tem o direito de pedir ou não.

---

<sup>222</sup> N. E.: Note-se que, se estas entregas antecipadas tendem a ser tradição nas operações de retalho, muitos investidores institucionais costumam colocar as suas ordens sem simultaneamente entregarem os instrumentos em venda ou os montantes necessários às suas compras. Só após a confirmação da execução do negócio na Bolsa é que iniciam a procura pelos títulos no mercado ou pelos capitais a serem entregues.

A latitude da disposição legal mostra também que o Corretor pode exigir a entrega dos títulos ou do dinheiro necessários para a execução da operação, ou a entrega de quaisquer outros valores; a forma da garantia fica à sua absoluta discricção. Mas pode suscitar reparos o facto da garantia consistir na entrega de valores que o Corretor não possa realizar por si próprio, sem violar a proibição do exercício do comércio por conta própria. Tal garantia, dizem alguns, ou é inútil ou força o Corretor a violar uma obrigação que a lei lhe impõe.

É certo que esta forma de garantia é inconveniente para o Corretor, que tem de fazer a realização a seu risco e que muitas vezes a não poderá executar antes da liquidação da operação, ficando assim, pelo menos temporariamente, no desembolso de uma certa soma e do mesmo modo credor do seu cliente. Mas não nos parece ilegal; pode o Corretor em certos casos realizar esses valores por um acto não comercial ou mesmo adquiri-los para si, o que a lei expressamente lhe permite em tal hipótese (Cod. Com., art. 80°, nº 3°; Reg. dos Corr., art. 50°, nº 4°). De resto, a proibição do exercício do comércio por conta própria carece de não ser exagerada, pois de outro modo tornaria irrealizável a maior parte das operações de Bolsa em que o Corretor, mantendo o segredo profissional, se tem de obrigar pessoalmente. Portanto e na ausência de disposição especial em contrário, entendemos que a norma geral da lei permite ao Corretor receber livremente quaisquer valores a título de garantia.

Se as garantias prestadas forem insuficientes, o Corretor tem de cobrir a diferença em consequência da sua responsabilidade geral. De resto, é claro, que o Corretor tem sempre o direito de exigir judicialmente do cliente o reembolso de qualquer adiantamento que lhe haja feito, e como garantia dele goza do privilégio mobiliário especial dos mandatários comerciais (Cod. Com., art. 247°), que é incontestavelmente aplicável ao caso presente (Cod. Com., art. 77°; Reg. dos Corr. art. 72°).

Igualmente pode o Corretor recusar a entrega dos títulos ao seu cliente, quando este não lhe tenha pago o respectivo preço, em virtude do direito de retenção legal (Cod. Civ., art. 1349°). Alguns autores dizem que o corretor retém os títulos como penhor, o que é falso, em vista da disposição expressa da lei e ainda em consequência da natureza do penhor, que é por essência



convencional (Cod. Civ., art. 855º). Ora aqui trata-se evidentemente de um acto praticado pelo credor contra a vontade do devedor, o que constitui precisamente a característica por excelência do direito de retenção legal.

Semelhantermente, quando o Corretor, não tendo pedido garantia alguma, seja responsável pelo contrato, poderá recusar, em caso de venda, a entrega dos títulos ao Corretor comprador antes da entrega do dinheiro, designadamente no caso de falência deste. Resulta isso claramente da regra geral do artigo 1574º do Código Civil, que a falência em nada altera. É este também um dos casos em que a nossa lei reconhece implicitamente o direito de retenção legal.

Concluindo, notaremos que as questões referentes à garantia das Operações a Contado têm uma importância meramente secundária, pois os especuladores a descoberto<sup>223</sup> recorrem sempre às Operações a Prazo. É princípio assente que os que realizam operações a Contado têm o mais sincero empenho na sua real execução.

## BIBLIOGRAFIA

BOUDON – *La bourse anglaise*, cit.

BOZÉRIAN – Ob. cit.

BUCHÈRE – Ob. cit.

CAUWÉS – Ob. cit.

COLSON – Ob. cit.

COSACK – Ob. cit.

COURCELLE-SENEUIL – Ob. cit.

COURTOIS – Ob. cit.

FONTAINE – Ob. cit.

GRAZIANI – Ob. cit.

GRÜNHUT – Ob. cit.

---

<sup>223</sup> N. E.: *Vendas de títulos sem os ter ou compras de instrumentos sem dinheiro, em ambos os casos tendo de os pedir emprestados por um certo período transitório até que possam reverter a operação inicialmente executada e liquidar essas dívidas.*

GUILLARD (Edmond) – *Les opérations de bourse* – Paris, 1877 – Guillaumin et C. <sup>ie</sup> e Durand, Pedone Louriél.

LAMBERT – Ob. cit.

416

MARGHERI – *Il diritto commerciale*, etc., cit.

MARNOCO – Ob. cit.

PASSOS – Ob. cit.

PICCINELLI – Ob. cit.

PROUDHON – Ob. cit.

RAFFALOVICH – *Bourse*, etc., cit.

RENDU – Ob. cit.

SUPINO (Camillo) – *La borsa e il capitale improduttivo*, cit.

– *Principii di economia politica*, cit.

THALLER – Ob. cit.

## **CAPÍTULO III**

### **OPERAÇÕES FIRMES A PRAZO**

#### **SUMÁRIO:**

- I. – Noções gerais; sua importância e utilidade.
- II. – Regras legais.
- III. – Liquidação.
- IV. – Contratos a descoberto.
- V. – Contratos diferenciais.
- VI. – Garantia ou Caução.

#### **I. NOÇÕES GERAIS; SUA IMPORTÂNCIA E UTILIDADE**

O Termo é a única modalidade de que são susceptíveis os contratos de Bolsa, e essa mesma, como veremos, não pode ser livremente fixada pelas partes. Como é sabido, o Termo reduz-se a uma demora imposta antecipadamente à execução de uma obrigação, que na falta dele podia ser cumprida no próprio momento da sua estipulação. Deste modo, as Operações a Prazo não são mais do que Contratos a Termo, que são regulados pelas normas gerais do direito, às quais, porém, a lei especial introduz notáveis modificações.

As Operações a Prazo, como já dissemos, podem ser Firmes ou sobre Opções. Nas primeiras, nas Operações a Prazo propriamente ditas, o contrato apenas realizado obriga desde logo os pactuantes, não admite restrição alguma ulterior e não concede aos interessados nenhuma faculdade livre de rescisão;

simplesmente a sua execução fica diferida para um dia posterior, chamado “*da liquidação*”. Rigorosamente, as Operações a Prazo podem decompor-se, pois, em dois contratos: num de compra e venda firme, e noutro que permite a execução do anterior numa data futura determinada. Portanto, a característica das Operações a Prazo, em contraposição com as Operações a Prémio, deriva do princípio fundamental de que nenhuma das partes pode alterar livremente o contrato ou mudar a obrigação que ele lhe impõe.

Se, porém, é em grande parte fundada a analogia entre as operações de Bolsa a prazo e os contratos de compra e venda a termo de mercadorias, o mesmo não sucede com as compras e vendas a crédito ou sob condição suspensiva. No primeiro caso, a entrega da coisa vendida faz-se imediatamente, sendo adiado somente o pagamento do preço, ao passo que nas Operações a Prazo ambas as obrigações são remetidas a uma data posterior; podemos dizer que nestas os dois contratantes compram e vendem a crédito, o que só a um deles sucede nas vendas ordinárias.

Tampouco se pode equiparar uma Operação a Prazo a uma venda sob condição, pois que na primeira a obrigação fica perfeita desde a celebração do contrato e na segunda a sua validade fica dependente de um evento futuro; aqui adia-se a própria obrigação, e ali só se difere a sua execução.

Reduzindo-se por consequência a uma compra e venda, cuja execução é diferida, as Operações a Prazo são em princípio tão simples como as operações a contado. Mas a sua importância excede a destas incomparavelmente; as Operações a Prazo (*operations à terme, time bargain, zeitgeschäfft*) constituem a grande maioria das operações realizadas em todas as Bolsas; são, no dizer de PICCINELLI, a alma das operações de Bolsa.

Para melhor compreensão apresentaremos um exemplo de uma Operação a Prazo. Um indivíduo **A**, confia na alta dos títulos; é um altista. Por isso compra, em Agosto, 10 obrigações da dívida externa portuguesa a 65\$000 reis, para o dia 15 de Setembro. Antes dessa data os títulos sobem a 67\$000 reis. Então, **A** poderá vender os títulos comprados e ganhar a diferença – 20\$000 reis. Se, contra as esperanças de **A**, a cotação descresse a 60\$000 reis, ele teria perdido igualmente a diferença, ou 50\$000 reis.

Suponhamos uma hipótese inversa: **B**, alarmado pela ameaça de graves complicações políticas, julga que os títulos da dívida externa tendem a baixar

de cotação. Vende, para o dia 15 de Setembro, pela cotação de 2 do mesmo mês, por exemplo, 20 desses títulos ao preço de 65\$000 reis. Nesse dia os títulos cotam-se a 63\$000 reis; ganha pois 40\$000 reis. Se, pelo contrário, a cotação se elevar a 68\$000 reis, B perde 60\$000 reis.

Portanto, nas Operações a Prazo, há que atender a dois cursos: ao que existe no momento da estipulação do contrato e ao que se produz à data da sua execução. Como as partes escolhem em geral o preço do dia do contrato para base dos seus cálculos, é a diferença entre esse, ou qualquer outro que hajam escolhido, e o do dia de liquidação, que atribui e fixa os lucros da operação<sup>224</sup>.

É, pois, da alta ou da baixa dos cursos, isto é, das suas oscilações no intervalo da estipulação à execução do contrato, que resulta a vantagem ou o prejuízo do negócio. A ciência do operador a prazo consiste em prever a subida ou a descida das cotações, e até em saber provocá-las à medida dos seus interesses<sup>225</sup>.

Quer os contratantes possuam os títulos no momento da negociação, quer os adquiram depois, a conclusão é a mesma. Na primeira hipótese, reservando-se para vender os títulos a contado no dia da liquidação, ganhariam ou perderiam, conforme a cotação tivesse subido ou baixado, desde o dia em que poderiam ter realizado uma negociação a prazo. No segundo caso, a conclusão é ainda mais evidente: como, para executarem a operação, têm que comprar os títulos ao preço do dia da liquidação, ganham ou perdem, conforme a diferença para mais ou para menos que houver entre esse preço e o do dia da negociação.

Deste modo, aquele que faz uma Operação a Prazo não pode, no momento da negociação, prever ou limitar o prejuízo a que se expõe. Se comprou e as cotações desceram, tem que receber os títulos e não os pode revender;

---

<sup>224</sup> N. E.: *Legalmente, as partes podem convencionar, no momento inicial, um preço unitário qualquer para a futura troca de propriedade dos bens objecto do contrato. Mas, na prática, este primeiro preço é ditado pelo próprio mercado em face da data de vencimento estipulada para o contrato a prazo, pelo que os ganhos e perdas que se verificarão no final dependem da diferença entre o preço de exercício inicialmente convencionado e o preço de mercado na data do vencimento do contrato.*

<sup>225</sup> N. E.: *Qualquer manipulação do mercado é hoje severamente punida pela lei em qualquer mercado maduro.*

continuando sempre a baixa das cotações, ou tem de revender os títulos com graves prejuízos, ou tem de os conservar, ficando o seu capital inactivo. Se, pelo contrário, as cotações subiram, o especulador lucra, mas não pode também prever quanto virá a receber.

Para se garantir contra estes prejuízos podem, porém, os especuladores recorrer a várias meios. Em primeiro lugar, podem usar do reporte ou adiar novamente a liquidação da operação, ou ainda, prevendo já o seu insucesso, efectuar, para se cobrirem, uma operação de igual natureza, mas em sentido oposto<sup>226</sup>. Como se vê, é da própria natureza das Operações a Prazo que nelas só se atenda ao preço dos títulos, e não à sua segurança ou à importância dos seus dividendos<sup>227</sup>.

De facto, as Operações a Prazo formam a base de toda a especulação bolsista e raramente se empregam para a colocação de capitais. Contudo, ainda com este fim, pode em certos casos o seu emprego ser muito preferível ao das Operações a Contado.

É que, em regra, a cotação de um título a prazo é mais elevada do que a sua cotação a contado, o que deriva não só da tendência geral ser sempre mais favorável à elevação dos preços<sup>228</sup>, como ainda do aumento de valor que o título realmente experimenta, em consequência de ter decorrido mais tempo antes do pagamento do seu juro, salvo quando este se dê no decurso do prazo da operação.

Mas o contrário, conquanto mais raro, também pode suceder, quando, por exemplo, os baixistas, tendo assumido muitos compromissos e carecendo de adquirir títulos para os liquidarem, aumentem pela sua grande procura os preços a Contado. Todavia, é de notar que entre o mercado a contado e o mercado a prazo a interdependência é tão íntima, que a diferença das respectivas cotações nunca pode ser grande.

---

<sup>226</sup> N. E.: *Note-se que não fazem sentido operações a prazo de sentido contrário tanto no momento inicial como no momento final do primeiro contrato. O que é habitual fazer-se é limitar as perdas já acumuladas numa posição contratual a prazo já iniciada com uma segunda posição, mas de sinal contrário, tomada precisamente quando aquele limite de perdas foi atingido.*

<sup>227</sup> N. E.: *Isto não significa que o preço a acordar inicialmente para o final não seja dependente desses dividendo ou juros a pagar pelo subjacente durante a vida do contrato.*

<sup>228</sup> N. E.: *Note-se que o autor não refere o argumento da precificação por arbitragem. Para ele são as expectativas dos investidores que, prevendo, em média, uma subida de cotação futura, justificam o diferencial positivo das cotações a prazo.*

Os casos principais, quase todos fundados na divergência dos dois cursos ou na previsão das suas alterações, em que pode haver vantagem em negociar a prazo para a colocação ou realização de capitais, são os seguintes:

a) Um indivíduo deseja vender ou adquirir certos títulos e o curso existente convém-lhe; mas, desejando receber ainda os cupões desses títulos ou aproveitar da baixa de cotação que se há de seguir ao seu pagamento, só vende ou compra para o fim do mês em que se vencem os juros<sup>229</sup>.

b) Por vezes, há títulos que só no mercado a prazo se negociam em grandes quantidades – quem deseja adquirir ou alienar um grande número deles, tem, pois, de recorrer a uma Operação a Prazo.

c) Um indivíduo tem presunções pouco certas sobre as oscilações prováveis dos cursos e hesita em comprar ou vender uma qualidade de títulos de preferência a outros, mas quer aproveitar os cursos actuais – negocia-os a prazo, e assim conserva a faculdade de realizar uma contra-operação, se a eventual modificação das circunstâncias da praça lhe tornar iminente um grave prejuízo.

d) Um indivíduo espera receber no fim do mês uma quantia importante e, querendo colocá-la, convém-lhe adquirir certos títulos ao preço actual – compra-os a prazo para o fim do mês, data em que já se acha habilitado a pagá-los<sup>230</sup>.

e) Pelo contrário, alguém que espere receber brevemente títulos de que ainda não pode dispor, por exemplo, advindos de uma herança prestes a liquidar-se, pode ter vantagem em os vender a prazo para a ocasião em que lhe tiverem sido entregues, aproveitando-se dos cursos actuais.

f) Um viajante que quer vender uns títulos e que na sua ausência é informado de que os títulos se cotam a um preço bastante elevado, não

---

<sup>229</sup> N. E.: *Note-se que em mercados eficientes será indiferente vender mais tarde para ainda receber os dividendos porque o preço de mercado a prazo será também menor precisamente por efeito desses dividendos que o futuro titular já não irá receber. E de forma semelhante para o comprador que pretende comprar mais barato a prazo: poderia comprar mais caro de imediato porque seria compensado pelos dividendos que ainda receberia.*

<sup>230</sup> N. E.: *Desta forma, o investidor elimina a incerteza quanto ao preço a que irá fazer a aquisição dos títulos no final do mês. Mas o preço da transacção será o que for fixado no início para ser válido nesta data final.*

pode vendê-los a contado, porque estão no seu cofre e não pode, pois, entregá-los; então, vende-os para a ocasião em que conta estar de regresso da sua viagem.

g) Quando só é preciso o capital, que se pretende obter pela realização dos títulos, no fim do mês, é muitas vezes conveniente vendê-los a prazo, beneficiando do juro que resulta da maior elevação do curso a prazo, em relação ao curso a contado.

h) As grandes operações, em que se vendem ou compram grandes lotes de títulos, vêm afectar sempre as cotações em desfavor de quem as empreende, quando se executam bruscamente no mercado a Contado; pelo contrário, por meio de Operações a Prazo, é possível ir efectuando, gradualmente e em datas diversas, a operação total que se pretende, sem alteração sensível das cotações.

i) Quando, por excepção, a cotação a Contado seja mais elevada do que a cotação a Prazo, pode ser preferível comprar títulos a Prazo<sup>231</sup>.

De um modo geral, podemos pois dizer que, para a colocação ou realização de capitais, é preferível à Operação a Contado uma Operação a Prazo, sempre que se queira fixar o preço actual e garantir o contrato antes de ter à sua disposição os títulos ou os meios de pagamento necessários.

Do que temos dito ressalta claramente a falsidade com que alguns identificam as Operações a Prazo com meras apostas sobre as oscilações dos cursos, isto é, simples jogos de Bolsa. Conquanto, em regra, possam apresentar este carácter, é certo que as Operações a Prazo são muitas vezes sérias e reais; é o que sucede sempre que uma das partes tem o direito de exigir a entrega e a outra de impor a aceitação dos títulos vendidos. Por isso, a lei claramente reconhece como lícitas as Operações a Prazo, que constituem uma das duas categorias em que, segundo ela, se dividem as operações de Bolsa (Cod. Com., art. 354º; Reg. das Bolsas, art. 38º).

A generalidade da disposição legal mostra que elas se podem realizar sobre os mesmos títulos negociáveis a Contado, o que resulta da não

---

<sup>231</sup> *N. E.: Se não houver juros ou dividendos pagos durante o intervalo de tempo em causa, a situação descrita configura um desequilíbrio momentâneo entre os dois mercados que os investidores poderão aproveitar.*



admissão entre nós do sistema de duas cotações oficiais independentes, uma para as Operações a Contado, e outra para as Operações a Prazo. Nos países onde se segue tal sistema, o número dos títulos negociáveis a prazo é sempre mais restrito do que o dos negociáveis a contado.

Em princípio, e em face das regras gerais de direito, não se pode deixar de reconhecer a validade das Operações a Prazo sobre títulos mobiliários, visto que elas se admitem, sem oposição de ninguém, para as mercadorias.

## II. REGRAS LEGAIS

Legalmente reconhecidas como válidas, as Operações a Prazo estão sujeitas às regras gerais dos contratos, em especial às normas que regulam as operações comerciais e, por último, a certos princípios legais que só a elas dizem respeito. Destes últimos, apenas, nos cumpre tratar.

As disposições legais, referentes às Operações a Prazo, ocupam-se dos lotes de títulos, da duração do prazo, de certas condições de forma e das liquidações. Trataremos sucessivamente, e pela dita ordem, de todas essas matérias.

### Lotes de títulos negociáveis a prazo

Em matéria contratual, é princípio incontroverso que as partes podem negociar sobre a quantidade de bens que quiserem fixar. Mas, com respeito aos contratos de Bolsa, surge uma especialidade, não permitindo a lei que, quando concluídos a Prazo, tenham por objecto qualquer número de títulos.

Com efeito, a lei fixa o máximo e o mínimo de títulos negociáveis a Prazo, podendo, porém, esses limites serem modificados pelo Governo, sob proposta da Câmara dos Corretores e ouvida a Associação Comercial (Reg. das Bolsas, art. 41º, § 2º – segundo o decreto de 24 de Dezembro de 1901, art. 3º). O máximo é de: 200 títulos – para os papéis de valor nominal até 25\$000 reis; de 100 – para os de valor nominal superior a 25\$000 reis até 100\$000 reis; e é igual ao valor nominal de 10:000\$000 reis – para os títulos da dívida pública portuguesa. O mínimo é de 10 títulos para os de valor até 50\$000 reis e de 5 títulos para os de valor até 100\$000 reis (Reg. cit., art. cit. e § 1º – segundo o Decreto e art. cit.).

Esta disposição legal visa à consecução de diversas vantagens. Procura, em primeiro lugar, facilitar as liquidações que o grande número de Operações a Prazo pode tornar embaraçosas; fazendo consistir todos os negócios em certas somas de títulos, facilitam-nas um pouco, dispensando-as da complicação resultante de uma grande abundância de operações sobre lotes insignificantes<sup>232</sup>.

Mas o principal fim de tal disposição é excluir da especulação de Bolsa o pequeno capitalista, que pode nela ser arrastado, e para quem a restrição natural de recursos tornaria fácil a ruína total; a disposição da lei representa uma barreira que protege as fortunas modestas contra os abismos da agiotagem e não estranharemos que ela seja erigida, quando nos lembrarmos do perigo social que poderia advir de um empobrecimento súbito e geral dos pequenos capitalistas.

Contudo, várias censuras se têm movido contra tal disposição, que não permite às negociações de Bolsa adaptarem-se, quanto à sua cifra, à extrema variabilidade das necessidades individuais. Se a fixação de lotes negociáveis simplifica as liquidações, mal se compreende que não exista também para as Operações a Contado<sup>233</sup>. De resto, essa pretendida simplificação pouco valor tem, pois é instituída não em favor dos frequentadores da Bolsa, mas sim dos Corretores, sendo todavia certo que estes é que devem ser subordinados aos interesses do público e não o público aos interesses deles. Além de que, logo que haja caução, como entre nós sucede, a liquidação das Operações a Prazo é sempre de uma simplicidade elementar.

O afastamento das Operações a Prazo do pequeno capitalista também não é muito justificável. Se tais operações são prejudiciais para quem as empreende, então a lei não as deve admitir; se, pelo contrário, são úteis e benéficas, todos os cidadãos devem ter direito a aproveitar-se delas e não se compreende que delas se afastem as pequenas fortunas.

---

<sup>232</sup> N. E.: *Hoje em dia, as Bolsas padronizam a dimensão dos Futuros nelas listados através de uma quantidade fixa envolvida em cada contrato. Por exemplo, cada Futuro sobre acções envolve normalmente 100 desses títulos. Mas não confundir esta normalização do tamanho dos contratos com os limites que também costumam ser impostos nas Bolsa de Derivados tanto ao número de contratos que podem ser transaccionados de cada vez como ao número deles que podem der detidos por um mesmo investidor.*

<sup>233</sup> N. E.: *De facto, algumas Bolsas mantêm a ideia de “round lots” para os vários tipos de valores negociados a contado, sendo comum que o tamanho de um Futuro coincida com a dimensão (ou com um múltiplo inteiro) do lote do respectivo activo subjacente.*

Em princípio, e no campo meramente teórico, bem se defendem tais críticas, mas na prática entendemos que, ao lado de secundárias inconvenientes, se podem tirar da disposição legal acentuadas vantagens. As Operações a Prazo são quase só realizadas por especuladores e, para esses, pouco importam e pouco incómodo trazem normas legais como a que estamos estudando. Também por esta diferença de facto se compreende que o regime das duas categorias de operações seja diverso.

O afastamento dos pequenos capitalistas é igualmente justificável. As Operações a Prazo, como noutro lugar provaremos, oferecem, ao lado dos seus inconvenientes, tão grandes vantagens, que de modo algum se pode pensar em suprimi-las; o que é necessário, porém, é regulá-las em ordem a evitar os abusos possíveis, e um deles consiste precisamente na exploração do pequeno capitalista, a que esta disposição obsta eficazmente.

### Duração do prazo

Segundo o Regulamento das Bolsas, que nesta parte alterou o Código Comercial (conf. art. 354º, § ún.), o prazo nas operações sobre fundos pode ir até à terceira liquidação seguinte<sup>234</sup>, sobre títulos particulares até à quinta liquidação seguinte, sobre outros títulos de crédito com vencimento certo até à data deste (art. 38º, § ún.). Como há duas liquidações por mês, conforme veremos, resulta que o prazo para as operações sobre fundos públicos nunca pode exceder a mês e meio, e para as operações sobre títulos particulares a dois meses e meio.

De harmonia com o enunciado legal, não se costuma na prática fixar um prazo, mas sim marcar um dia certo para a execução da operação, isto é, indicar o número da liquidação a que se atendeu. Na falta de designação de prazo, entende-se a operação referida à primeira liquidação seguinte.

Esta regra legal tem várias vantagens. Identificando os prazos das diversas operações, concentram-se em iguais dias as suas liquidações, o que as facilita e permite que elas se façam por compensação. Restringindo a

---

<sup>234</sup> N. E.: *Aqui o autor toma como referência os ciclos quinzenais de liquidação das operações a contado. Portanto, deduz-se que, na época, a Bolsa acumulava todos os negócios à vista realizados na quinzena civil e liquidava-os em conjunto. Hoje o regime destas liquidações é de 3 dias úteis (rolantes e não para datas fixas).*

demora na execução das operações<sup>235</sup>, torna-as menos perigosas, porque não permite que nelas possam influir oscilações muito grandes dos cursos. Se se permitisse contratar uma operação a prazo por um ano, que enormes lucros e consequentes prejuízos não poderia ela acarretar?

Para o crédito público seria também inconveniente que a circulação dos títulos ficasse muito tempo suspensa por serem abrangidos em operações ainda não definitivamente consumadas. Finalmente, também para os Corretores é útil não serem obrigados a manter longos compromissos com os clientes; além de que a renovação de operações, que resulta da brevidade do prazo legal de cada uma, vem engrossar os lucros das suas corretagens.

É certo que todas as vantagens aludidas se poderiam obter reportando ou prorrogando mensalmente as operações, mas para isso seria necessário realizar novas operações e bem fez a lei em não deixar tão apreciáveis resultados, como os que indicámos, abandonados livremente à iniciativa das partes.

Quando a operação for ajustada por um prazo superior ao legal, deve-se considerar nula, pois, na falta de sanção especial, aplica-se a sanção geral do art. 10º do Código Civil. É claro que o Corretor será o principal culpado de tal nulidade e poderá ser obrigado a responder por ela perante o seu comitente, quando se prove a irresponsabilidade deste na ilegalidade cometida.

Nalguns países permite-se a execução da operação antes do prazo ajustado, mediante certas condições. É o desconto, que entre nós não é usado.

### Condições de forma

As Operações a prazo são feitas por Corretor e, de um modo geral, sujeitam-se às mesmas normas que regulam as operações de Bolsa a Contado. Há, porém, algumas especialidades que vamos referir.

Assim, nestas operações nenhum lote poderá estar em praça por mais de dez minutos (Reg. das bolsas, art. 41º, § 3º, segundo o Decreto de 24 de Dezembro de 1901, art. 3º).

---

<sup>235</sup> N. E.: *Ainda hoje as Bolsas limitam os horizontes máximos dos contratos a prazo, sendo comum definirem maturidades máximas de 9 meses (isto é, de intervalo entre negociação e liquidação final). O objectivo é não deixar que as partes assumam riscos excessivos nem de crédito (da contraparte) nem de volatilidade de preços.*

As disposições principais de carácter formal são, porém, as que se referem ao registo das Operações a Prazo. Com efeito, segundo a lei, estas negociações devem ser publicadas na Bolsa sem designação de pessoas e registadas em um livro para isso destinado, sendo a publicação e registo feitos pelo Corretor ou Corretores que tiverem intervindo na negociação (Cod. Com., art. 359º; Reg. das Bolsas, art. 50º). A infracção desta imposição legal provoca sanções graves. Quanto à operação, a falta das formalidades ditas priva os interessados de exigirem, por meio de acção em juízo, o cumprimento das obrigações nela contraídas. Quanto ao Corretor, autor da infracção, fica sujeito às penas disciplinares cominadas no seu regimento (art. 82º e seg.) e responde pela indemnização dos prejuízos, que, pela sua omissão, tiver causado aos seus comitentes ou a quaisquer interessados na negociação; corroborando esta última disposição, a lei faz excepção à regra geral e permite que de uma operação ferida de tal ilegalidade resulte uma acção em juízo dirigida directamente contra o Corretor pela sua responsabilidade, nos termos do Código Comercial, do Regimento do Ofício de Corretor ou do Regulamento das Bolsas (Cod. Com., art. 359º, § ún. e 360º; Reg. das Bolsas, art. 50º, § un., e 51º).

Estas disposições especiais têm em vista o fim a que, em geral, se dirigem todas as exigências de formalidades legais. Às vantagens gerais acrescem, porém, no caso presente, algumas especiais, tais como a dificuldade de fraudes e a maior garantia da sua repressão, a certeza acerca das condições da operação e o meio de efectiva fiscalização do cumprimento das disposições legais que, como adiante veremos, proíbem entre nós certos tipos de Contratos a Prazo. Ainda a publicidade extrema, que a lei assegura às Operações a Prazo, tem a vantagem de afastar do campo da agiotagem alguns indivíduos que receiam tornarem-se conhecidos como especuladores.

Na prática, os Corretores, em seguida à realização do contrato, trocam entre si umas notas ou cartas de que constam a sua existência e as suas condições. Igual documento é enviado por cada Corretor ao seu cliente e este, por sua vez, assina uma outra nota em que se compromete a executar a operação estipulada.

Quanto às provas, a lei nada dispõe em especial. Aplicam-se, portanto, as regras gerais e, de harmonia com elas, utilizar-se-ão para esse fim os livros dos Corretores e as cópias dos respectivos assentos.

Por último, diremos que as ordens de Bolsa para as Operações a Prazo ou fixam o curso ou o deixam em absoluto ao arbítrio do Corretor. Mesmo nas Bolsas onde, para as Operações a Contado, se costumam dar ordens ao curso médio, não se emprega tal designação para as Operações a Prazo, salvo por uma convenção muito especial. O primeiro e o último curso da sessão é que são por vezes indicados no estrangeiro nas ordens para as negociações a Prazo.

### III. LIQUIDAÇÃO

A liquidação dos contratos de Bolsa, como de quaisquer outros, consiste na sua execução; o dia da liquidação de Bolsa é, pois, o dia em que têm de ser cumpridos os contratos de Bolsa. A liquidação das Operações a Contado não oferece, como já vimos, grandes dificuldades, mas o mesmo não sucede com as Operações a Prazo.

Com efeito, o número de Operações a Prazo é tão grande que a liberdade absoluta da sua estipulação e do seu cumprimento lançaria a Bolsa numa indescritível confusão. Cada operador a prazo pode ter vendido e comprado várias vezes o mesmo título; em teoria deveria, pois, fazer tantas entregas de títulos e tantos pagamentos de dinheiro, quantas fossem as operações realizadas, às quais corresponderiam outros tantos pagamentos e entregas por parte dos Corretores. Do tudo isso resultariam grandes perdas de tempo, grandes deslocamentos de numerário e outras dificuldades; tornando-se, pois, necessário estabelecer em todas as Bolsas certos métodos de simplificação da escrituração e do próprio comércio em geral, tendentes a reduzir o mais possível a entrega efectiva de títulos ou de dinheiro.

Além disso, a absoluta liberdade ou a ausência de regulamentação na execução das Operações a Prazo tornaria verdadeiramente impossível aos Corretores o exercício da sua profissão; se fosse possível realizar as operações sobre qualquer número de títulos e em qualquer prazo, tendo trinta liquidações por mês, o Corretor lutaria com a mais embaraçosa confusão e nunca teria empregados bastantes para o seu serviço.

Por isso, a lei, tendo fixado o máximo e o mínimo dos lotes de títulos negociáveis nas Operações a Prazo e limitado o decurso do prazo, veio completar a sua missão, fixando os dias das liquidações.

É certo, porém, que no *Stock-Exchange* e noutras Bolsas, que abrangem muitos membros, não há uma liquidação geral<sup>236</sup>; as liquidações regulam-se individualmente entre os interessados em cada operação, salvo quando efectuadas entre sócios da *Clearing-House*, em que a liquidação abrange todos os associados. Ainda mesmo no campo doutrinal, a fixação legal dos dias de liquidação tem sido impugnada em nome da liberdade contratual, violada pela imposição de um termo obrigatório. Mas, as razões já apontadas, bem superiores a meros preconceitos teóricos, justificam que em tal matéria seja limitado o arbítrio individual; nem se pode dizer que haja nisto qualquer violência, porquanto as partes, ao negociarem uma Operação a Prazo, confirmam tacitamente a obrigação legal, que mostram admitir.

Nalguns países há só uma, noutros há duas liquidações mensais. Foi este último sistema o preferido pelo nosso legislador e com justa razão, pois a liquidação quinzenal, restringindo necessariamente as oscilações dos cursos pelo encurtamento do prazo, modera proporcionalmente os efeitos bons ou maus do contrato e atenua assim o risco de insolvência dalgum dos seus pactuantes. Atendendo a semelhantes conveniências, algumas legislações têm decretado duas liquidações mensais para os títulos sujeitos a variações mais rápidas, contentando-se com uma só para os restantes.

A nossa lei dispõe que as liquidações das Operações a Prazo serão nos dias 1 e 15 de cada mês, sendo transferidas para o dia seguinte, quando algum daqueles for feriado (Reg. das bolsas, art. 40º).

Mas, além das liquidações normais fixadas pela lei, admitem-se, em certos casos, nalgumas Bolsas estrangeiras, liquidações extraordinárias. Expondo as hipóteses principais em que elas têm lugar, veremos se são admissíveis entre nós.

Quando se negociam títulos ainda não emitidos, entende-se que a liquidação é incerta, sendo referida à data da emissão, isto é, à data em que

---

<sup>236</sup> N. E.: *Hoje isto já não é verdade e a Bolsa de Londres segue o padrão bastante comum de liquidar as operações a contado em regime rolante T+3 (T é o dia da negociação), bem como de definir dias fixos de vencimento dos contratos a prazo listados em cada mês padrão de maturidade.*

os títulos estão materialmente prontos e são entregues aos subscritores. Como entre nós as acções, e consequentemente as obrigações, não são negociáveis, senão depois de constituída definitivamente a sociedade e tendo sido pagos 30 % do seu valor nominal (Cod. Com., art. 169º e 198º), é claro que não podem ser negociadas a prazo antes de emitidas. Podem, porém, ter sido realizadas as duas condições ditas e todavia não existem ainda títulos definitivos, mas só títulos provisórios; estes são para todos os efeitos equiparados às acções (Cod. Com., art. 166º, § 3º) e, portanto, são aptos para constituírem objecto de uma Operação a Prazo. Claro é que nesta se pode fixar o prazo até à emissão dos títulos definitivos, logo que ele não exceda os limites legais e que a liquidação se faça na data oficial.

Também se admite por vezes a liquidação antecipada da operação, mediante prévio aviso ao interessado, efectuada espontaneamente pelo Corretor, na falta de caução ou de reforço dela, caso se torne insuficiente. A falta de caução não se pode dar licitamente entre nós, porque a lei declara obrigatória a sua prestação (Reg. das Bolsas, art. 45º); quando o cliente a não haja prestado não pode o Corretor empreender por conta dele uma Operação a Prazo. Mas, quando o Corretor exija um aumento de garantia e este lhe não seja dado, não só pode, como deve, liquidar logo a operação (Cod. Com., art. 76º, § 2º); é claro que, antes de tal fazer, deverá o Corretor intimar o cliente a reforçar a caução e esperar que ele se recuse a fazê-lo, por uma declaração expressa ou tacitamente, pelo seu silêncio.

Também têm de ser liquidadas, segundo algumas legislações, todas as operações pendentes, quando falir o Corretor que nelas interveio. Entendemos que, nos termos do art. 17º do Código de Falências, igual doutrina se deve seguir entre nós.

De resto, se o Corretor, alarmado pelo perigo a que as oscilações dos cursos sujeitam o resultado final da operação ou pela insuficiência das garantias prestadas pelo cliente, liquida espontaneamente a operação, não só fica responsável para com o cliente pelos prejuízos causados, como ainda incursa nas penas disciplinares, pela violação de um preceito legal.

Mas, se o Corretor não pode livremente alterar a data da liquidação, tampouco o pode fazer o cliente. Ainda que um facto imprevisto, por exemplo o encerramento temporário da Bolsa, não lhe tenha permitido



tirar do contrato todo o proveito que dele esperava, de modo algum pode dispensar-se de o executar. Pode, todavia, prolongar ou renovar a operação com os mesmos interessados, transferindo a sua execução para uma liquidação futura, ou recorrer ao reporte; estes são os únicos meios lícitos de se eximir à liquidação.

Ocupemo-nos agora do mecanismo da liquidação, que se divide em: geral ou central, e particular. A primeira é feita entre os Corretores; a segunda entre eles e os seus clientes e resume-se, portanto, numa prestação de contas de secundária importância.

Na parte referente à Bolsa, o mecanismo das liquidações particulares funde-se com o da liquidação central. Quando chega a data da liquidação, todos os operadores a prazo são credores ou devedores de títulos ou de dinheiro. Se, porém, cada um deles se tivesse limitado a fazer duas operações opostas<sup>237</sup>, não haveria a menor dificuldade: pagava o dinheiro, entregava os títulos, e tudo ficava concluído.

Mas, os especuladores, isto é, quase todos os que efectuam Operações a Prazo, empreendem antes da liquidação muitas e contraditórias operações, em resultado das quais são ordinariamente credores e devedores ao mesmo tempo de títulos e de dinheiro. Em resultado destes contínuos negócios, há um cruzamento de ligações jurídicas entre quase todos os especuladores de tal modo complicado que, a proceder-se à efectiva entrega dos títulos, estes teriam de passar por muitas mãos e seria impossível proceder num só dia, como manda a nossa lei, à liquidação de todas as Operações a Prazo. Indispensável era, pois, simplificar o processo das liquidações, o que se obtém pela compensação<sup>238</sup>; vejamos em que ela consiste.

**A** vendeu a **B** 50 Inscrições de 3 %, e comprou o mesmo número de Inscrições a **C**. Se há de receber os títulos de um para os entregar ao outro, encarrega o seu devedor de entregar ao seu credor os títulos. Pelo que respeita ao preço, sucede o mesmo. Se **A** comprou e vendeu as Inscrições

---

<sup>237</sup> *N. E.: Deverá haver aqui uma falta de ajustamento do texto visto que o autor desenvolve a ideia da compensação associada a duas operações de sinal contrário realizadas pelo mesmo Corretor no parágrafo seguinte. Portanto, aqui o autor deverá querer referir-se ao caso elementar em que cada Corretor só tem uma única operação para liquidar.*

<sup>238</sup> *N. E.: Embora o texto pareça sugerir que a compensação só ocorre nas Operações a Prazo, de facto, as Bolsas à vista também a costumam usar.*

ao mesmo preço, nada tem a pagar nem a receber; **B** paga directamente a **C** a quantia estipulada. Mas pode haver uma diferença no dinheiro a pagar em cada contrato, e então a compensação só se dá com relação à menor das duas somas. Se **A** comprou as 50 Inscrições ao preço de 35\$000 reis, ficou devedor a **C** de 1750\$000 reis; vendeu depois as mesmas Inscrições a **B** ao preço de 38\$000 reis, ficou credor deste na soma de 1900\$000 reis. Fazendo-se a compensação, **B** paga a **C** 1750\$000 reis e entrega a **A** 150\$000 reis, que representam para ele o lucro final da operação<sup>239</sup>.

Figurámos, para maior clareza, a hipótese mais simples, isto é, aquela em que intervêm três pessoas. Mas, se intervierem mais: se **A** vender as Inscrições a **B**, este as revender a **C**, **C** a **D**, **D** a **E** e **E** a **F**, o processo é o mesmo. Só **A** tem de entregar efectivamente os títulos a **F**, e só **F** tem de pagar a **A** o preço; para **B**, **C**, **D** e **E**, o negócio liquida-se pelo recebimento ou pelo pagamento da diferença existente, em seu favor ou desfavor, entre o preço da compra dos títulos e o da revenda.

A verificação, portanto, das diferenças a pagar, dos títulos a entregar e dos pagamentos de dinheiro a fazer, é que constitui precisamente a liquidação de Bolsa, que por este modo é praticada em todas as praças, quer pelo que respeita ao dinheiro, quer pelo que respeita aos títulos. Desta forma, o pagamento das diferenças liquida a operação para os contratantes intermediários, e só entre os dois extremos, o primeiro e o último da série, há entrega de dinheiro e de títulos.

A forma da liquidação é igual para os contratos entre um Corretor e o seu cliente. Quando o cliente tenha feito duas operações contrárias com intervenção do mesmo Corretor, faz-se a compensação entre uma e outra, pois, não sendo conhecido o nome do outro contratante, o cliente só tem que transaccionar com o seu Corretor.

Mas pode também suceder que um particular tenha realizado várias Operações a Prazo por intermédio de vários Corretores. Neste caso, podia o cliente receber os títulos de um Corretor para os entregar a outro e reciprocamente pagar a um o dinheiro que do outro havia de cobrar. Mas este

---

<sup>239</sup> *N. E.: No texto original todos os montantes totais carecem de ser multiplicados por 10, o que aqui já foi feito.*

processo seria moroso e traria algumas dificuldades, de modo que ainda neste caso se recorre à compensação directamente efectuada entre os Corretores. Logo que o cliente autorize os diversos Corretores que lhe prestaram os seus serviços, a revelarem o seu nome e a acordarem-se directamente, efectuar-se-á a compensação entre eles, pela forma já dita.

Para a liquidação dos contratos a prazo puramente diferenciais, o mecanismo ainda é mais simples, visto que neles não há entrega de títulos nem pagamento do seu preço, mas apenas o pagamento das diferenças entre as cotações estipuladas e as existentes na realidade. Adiante nos referiremos detidamente a estes contratos. É claro, porém, que, em qualquer caso, pode um especulador ter efectuado duas operações opostas e não as compensar, mesmo quando sejam absolutamente iguais. Assim há-de suceder necessariamente sempre que ele prorrogue pelo reporte uma das operações.

A nossa lei não regula em especial a liquidação entre os Corretores, ao contrário do que fazem muitas leis estrangeiras, as quais, atribuindo um papel preponderante à Câmara dos Corretores, tornam de uma simplicidade admirável a execução das mais complicadas séries de operações. Com efeito, não podendo os Corretores negociar por sua conta, a soma dos créditos de cada um deles para com os seus colegas deve ser precisamente igual à soma dos seus débitos para com os clientes e vice-versa. A compensação em nada vem perturbar este equilíbrio. O Corretor vendeu aos seus clientes títulos no valor de 10:000\$000 reis, por exemplo; um deles, manda-o liquidar por compensação a operação realizada com outro Corretor na importância de 1:000\$000 reis; então o Corretor só fica obrigado a entregar aos seus clientes títulos no valor de 9:000\$000 reis; mas, como só fica também obrigado a comprar aos seus colegas 9:000\$000 reis de títulos, a sua situação em nada se acha modificada.

A Câmara dos Corretores<sup>240</sup> efectua a liquidação ordinariamente pela seguinte forma: cada Corretor faz a conta das títulos a entregar e do dinheiro

---

<sup>240</sup> N. E.: *Actualmente, o modelo mais comum é cada Bolsa criar uma unidade operacional autónoma para centralizar estas funções de compensação e liquidação que se seguem às operações de "trading". E, em alguns países, os negócios acordados na sua Bolsa podem ser liquidados em mais de que uma Central de Compensação e Liquidação, eventualmente até centrais residentes no estrangeiro.*

a pagar a cada um dos seus colegas e a conta geral das mesmas entregas e dos mesmos pagamentos a toda a corporação. As tabelas assim elaboradas são entregues à Câmara, bem como os títulos e o dinheiro de que cada um é devedor por saldo final das suas contas, isto é, a diferença que fica em desfavor do Corretor, em títulos ou em dinheiro, como conclusão de todas as operações realizadas por ele. A Câmara confronta as tabelas, procede à compensação geral e finalmente indica a cada Corretor o dinheiro e os títulos que tem a entregar e a qual dos seus colegas o deve fazer. Para a entrega, cada um vai buscar à massa comum em poder da Câmara aquilo que lhe pertence.

Fácil é de ajuizar a simplificação notável com que assim se podem liquidar operações importantíssimas; ainda quando estas se cifrem em milhares de contos, tudo se resolve num pequeníssimo movimento de títulos e de dinheiro.

Como se vê do exposto, o primeiro acto da liquidação consiste na verificação das posições. Cada um dos especuladores e dos Corretores tem de determinar antes de tudo: se, em consequência das operações realizadas, é credor ou devedor de títulos, se é credor ou devedor de dinheiro, qual é a importância do seu crédito ou do seu débito e como deve ser fixada em relação a cada um dos demais especuladores ou Corretores e, em conjunto, com relação a todos eles.

Segue-se depois a compensação, que não oferece dificuldade alguma quanto aos títulos, mas que se complica quanto à entrega do dinheiro. Com efeito, se na série das pessoas entre quem se dá a compensação fosse necessário atender às diferenças de preço de cada operação, o cálculo tornar-se-ia extremamente moroso e complexo. Para evitar esta dificuldade prática fixa-se um curso único, o curso de compensação ou de liquidação, que serve de base à execução de todas as operações contratadas<sup>241</sup>. Supõe-se que todas as compras e vendas foram feitas uniformemente a esse curso; de modo que, se o operador de facto vendeu ou comprou mais caro ou mais barato, resultam diferenças que serão reguladas entre ele e o seu co-contratante.

---

<sup>241</sup> N. E.: *Com o desenvolvimento da tecnologia informática, este truque matemático destinado a facilitar os cálculos das compensações deixou de ser necessário. As máquinas trabalham rápida e eficazmente com os verdadeiros preços negociados, por muito diferentes que eles sejam.*

Exemplifiquemos. Eu comprei a António, Corretor, 100 Inscrições de 3 % a 40\$000 reis; vendi-lhe igual número dos mesmos títulos a 41\$000 reis; o curso de compensação é fixado em 40\$200 reis; presume-se que comprei e vendi 100 Inscrições a 40\$200 reis; mas, como na realidade eu comprei a 40\$000 reis, Antonio deve-me a diferença de 200 reis, ou sejam 20\$000 reis; como vendi a 41\$000 reis, deve-me ainda uma segunda diferença de 800 reis, ou sejam 80\$000 reis; são, portanto, 100\$000 reis que eu terei a receber de António. Se a venda for feita a António e a compra a José, o mesmo sucede: recebo do primeiro a diferença de 80\$000 reis, do segundo a de 20\$000 reis, e a entrega de títulos faz-se directamente entre eles. Quando a compensação se efectua entre vários contratantes sucessivos, **A**, **B**, **C** e **D**, de modo que só entre **A** e **D** se procede à entrega dos títulos e ao pagamento do dinheiro, é necessário o preço de compensação, pois como **D** não contratou com **A**, não poderá de outro modo saber o preço que tem a pagar-lhe pelos títulos que ele lhe entrega.

O curso de compensação é, em regra, determinado pelo preço médio das Operações a Contado durante as primeiras horas da sessão da Bolsa, no dia da liquidação. É fixado pela Câmara dos Corretores, à qual se permite a sua fixação livre e arbitrária em casos excepcionais, por exemplo, quando uma grande baixa das cotações pode tornar iminente a ruína de todos os que especulam na alta. Mas este modo de fixar o curso de compensação é de uma justiça e de uma utilidade duvidosas e, por isso, muitos o têm vivamente impugnado.

Fixado o curso de compensação, fácilimo se torna determinar os lucros ou os prejuízos de cada operação. São iguais à diferença entre o preço do contrato e o curso da compensação, deduzindo-se da parte do que ganha o pagamento do imposto especial e das despesas de corretagem.

Entre nós, a liquidação não se pode fazer de modo tão perfeito, pois a nossa lei apenas admite o curso de compensação para base dos reportes (Reg. das Bolsas, art. 44º). De resto, na prática, nem mesmo a compensação é realizada. As liquidações fazem-se entre cada Corretor e os seus clientes pela entrega efectiva de títulos ou de dinheiro; entre os Corretores não há liquidação especial; são equiparados nas suas relações mútuas a simples clientes. Enfim o mecanismo da liquidação das nossas Bolsas é tudo quanto há de mais rudimentar!

Afim de facilitar a compensação, existem junto às grandes Bolsas *clearings-houses*, ou repartições especiais chamadas Câmaras de Compensação<sup>242</sup>, ou ainda intervêm nas liquidações com igual intuito as Câmaras dos Corretores.

O fim destes institutos é sempre o mesmo: consiste em habilitar os operadores a satisfazerem os seus compromissos sem desembolso de dinheiro. A *Clearing-house*, que presta os seus serviços tanto aos sócios como aos que, não o sendo, com eles entram em negociações, poupa muito trabalho e muito tempo; inscrevendo as diversas compras e vendas que cada indivíduo efectua e comunicando-lhe depois a importância que tem a pagar ou a receber, restringe consideravelmente o emprego e, portanto, a necessidade do numerário. Infelizmente, nenhuma instituição semelhante a estas existe entre nós<sup>243</sup>.

Efectuada a compensação, a liquidação termina pela entrega dos títulos ou do dinheiro; não se fazendo, porém, tudo isso no mesmo dia<sup>244</sup>. Com efeito, dispõe a nossa lei que os pagamentos resultantes das liquidações das Operações a Prazo serão feitos no dia seguinte, se não for feriado, ou no imediato, se o for, aos das respectivas liquidações, até às 3 horas da tarde (Reg. das Bolsas, art. 40º). Portanto, a liquidação<sup>245</sup> faz-se no dia 1 e 15 de cada mês e os pagamentos dela resultantes desde esse dia até à abertura da sessão da bolsa do dia seguinte. Ainda depois de liquidada a operação, pode o pagamento não se efectuar, quando haja reporte.

---

<sup>242</sup> N. E.: Vale a pena notar que a evolução dos mercados a prazo levou estas centrais de compensação e liquidação a oferecer um terceiro serviço aos seus membros: o de garantia de boa execução dos negócios acordados nas Bolsas, aquilo que se designa por *Contraparte Central das transacções*. Por isso, traduzir hoje "clearing house" por câmara de compensação não é totalmente correcto.

<sup>243</sup> N. E.: Com a reforma legislativa introduzida pelo Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991 – vulgo Código Sapateiro – foi criada a Interbolsa na cidade do Porto para compensar e liquidar centralmente todos os negócios realizados nas duas Bolsas portuguesas de então. E com o re-arranque das operações com Futuros e Opções em 1996 na Bolsa do Porto, a Interbolsa passou também a actuar com *Contraparte Central (CCP)* garantidora dos negócios sobre aqueles produtos derivados. Mais tarde e na sequência da nossa integração no Grupo Euronext em 2002, esta função CCP passou para a LCH Clearnet localizada em Londres.

<sup>244</sup> N. E.: Esta diferença de tempos é hoje inexistente porquanto ela introduz uma fonte de risco nesta finalização dos negócios liquidados: entre a entrega dos títulos e o seu contrapagamento, pode o devedor falir, impossibilitando-o de cumprir o acordo anterior. Daí que a técnica actual seja efectuar as duas transferências – de títulos e de dinheiro – em simultâneo, ou, se uma ocorrer ligeiramente antes da outra, considerar a primeira transferência como provisória e só a liberar após boa execução da segunda.

<sup>245</sup> N. E.: Hoje usamos os termos liquidação física para a parte correspondente à transferência de propriedade dos valores mobiliários, e liquidação financeira a parte relativa aos contrapagamentos monetários.

Mas, se o cliente à data da liquidação não executar o contrato, como lhe cumpre, poderá o Corretor revender os títulos que comprou por sua conta, ficando ainda credor das diferenças que porventura haja contra ele? Poderá o Corretor sem autorização do seu cliente reportar a operação? Ou prolongá-la, efectuando uma nova operação a prazo idêntica com outro indivíduo?

Alguns entendem que ao Corretor devem ser permitidas tais liberdades, desde que o cliente, devidamente avisado, se recuse a satisfazer os seus compromissos. Entendemos, porém, que o Corretor não tem tal direito. Os títulos que ele comprou são propriedade do seu cliente, logo, não dispõe deles; pode, é certo, conservá-los em seu poder como garantia, em virtude do art. 1349º do Código Civil, que lhe reconhece o direito de retenção, mas não pode aliená-los. Se o cliente não cumpre as suas obrigações, tem o Corretor o direito de o accionar judicialmente, e por sentença poderá ser autorizado a indemnizar-se, vendendo os títulos em seu poder. De resto, não há aqui rigor condenável da lei, como à primeira vista poderá parecer; o Corretor não só pode, como deve, exigir do cliente uma caução que o ponha ao abrigo de quaisquer riscos; se o não fez, a culpa foi só sua e justo é que responda pelas consequências da sua negligência.

Igual solução se aplica ao reporte efectuado espontaneamente pelo Corretor. O reporte é uma operação aleatória e não é, portanto, admissível que o cliente fique sujeito aos seus resultados bons ou maus, sem neles ter tido a menor intervenção. O mesmo se pode dizer da estipulação de um novo contrato a prazo.

Mas, em qualquer dos casos ditos, quer o Corretor revenda os títulos comprados para o cliente, quer reporte a operação efectuada por sua conta, pode ser isento de qualquer responsabilidade, logo que obtenha do seu cliente uma ratificação para os actos praticados. Como claramente dispõe o Código Civil (art. 1351º), a ratificação pode ser expressa ou tácita. No caso presente, considera-se que há a ratificação tácita, quando o Corretor avisa o cliente do acto que vai praticar e este não protesta.

O Corretor responde para com os seus colegas pelas operações contraídas (Reg. das Bolsas, art. 53º), sendo a sua responsabilidade especialmente garantida pela sua caução (Reg. dos Corr., art. 31º).

Assim como o Corretor tem o direito de accionar judicialmente o seu comitente pelas obrigações que em seu nome contraiu, também este pode exigir em juízo que ele dê plena satisfação aos seus deveres de comissário. Deste modo, quando seja liquidada a operação incumbida ao Corretor, poderá o seu comitente forçá-lo judicialmente a entregar-lhe os títulos ou o dinheiro, que, em consequência da operação, lhe são devidos.

Estudada assim a liquidação, em face dos usos práticos e das disposições da legislação especial, cumpre-nos agora precisar a sua natureza jurídica geral. Não se trata de uma novação, pois, se assim fosse, o novo devedor isentaria por completo de responsabilidade o antigo devedor (Cod. Civ., art. 805°), o que não sucede neste caso, em que o cliente responde sempre pela solvabilidade daquele que, em seu nome e como seu delegado, deve realizar a entrega dos títulos ou do dinheiro.

Trata-se na realidade de uma compensação jurídica, ou de uma sub-rogação, podendo dizer-se que a substituição geral de credores e devedores, que dela resultou, assenta no consenso tácito prestado por todos os que negociam a prazo.

A compensação tem lugar entre o cliente e o Corretor pela realização de duas operações opostas. Com efeito, essa forma de extinção de obrigações satisfaz a todos os requisitos da compensação: tem por objecto somas de dinheiro ou coisas fungíveis (Cod. Civ., art. 765°, n.º 3º); o operador é credor e devedor de títulos e correspondentemente devedor e credor de somas de dinheiro, havendo, pois, absoluta reciprocidade de relações entre as partes; ambas as dívidas são líquidas e exigíveis (Cod. Civ., art. 765°, n.º 1 e 2). Se a importância das duas dívidas não for igual, a compensação dá-se na parte correspondente à soma mais fraca (Cod. Civ., art. 766°). Quando a liquidação se faz entre operações realizadas pelo mesmo cliente, com intervenção de vários Corretores, há em primeiro lugar uma sub-rogação (Cod. Civ., art. 778°). O Corretor sub-rogado ao credor pode exercer todos os direitos que a este competem com relação aos devedores (Cod. Civ., art. 781°) e, portanto, pode efectuar também uma compensação com eles.

Como se vê, a liquidação das operações de Bolsa, que tão vantajosamente permite com um pequeno movimento de valores a execução de operações



colossais, é rigorosamente legal e está em perfeita harmonia com as disposições gerais do Código Civil.

Quando os títulos negociados a prazo estejam sujeitos a amortização ou a prémios, podem-se levantar interessantes questões jurídicas. A mais conhecida é a seguinte: um especulador vende a prazo uns títulos nessas condições; no decurso do prazo, um deles é amortizado ou premiado, mas o vendedor ignora esse facto e entrega o título ao comprador; poderá exigir depois a sua restituição? Entendemos que sim.

Com efeito, a intenção das partes foi comprar e vender títulos de valor variável, dando juros incertos e sujeitos à amortização ou a serem premiados; ora, no caso citado houve entrega de um título, cujo valor não é variável, que já não rende juros e que foi amortizado ou premiado. Há, portanto, um erro substancial quanto à causa do contrato, que torna este nulo. O Código Civil diz que esta nulidade pode ser oposta por via de excepção a todo o tempo em que for pedido o cumprimento do contrato (art. 693°); mas, no caso presente, só se descobriu o erro depois dessa execução; neste caso, segundo o mesmo Código, pode ser alegado no prazo de um ano (art. 689°), sendo o comprador forçado a restituir o título amortizado ou premiado. Em compensação, tem direito a reclamar outro título igual e em idênticas condições e a pedir a justa indemnização dos prejuízos sofridos. Se o comprador já não tem o título em seu poder, entende-se geralmente que ele só é obrigado a pagar ao vendedor o lucro máximo que por ele obteve, conservando a par disso o direito a ser indemnizado pelos prejuízos sofridos.

Outras hipóteses se podem suscitar com relação a títulos premiáveis ou amortizáveis, bem como acerca de títulos perdidos ou roubados, que omitimos por serem de secundária importância.

#### **IV. CONTRACTOS A DESCOBERTO**

Até aqui temos considerado sempre a forma mais simples das Operações a Prazo, aquela em que os especuladores dispõem realmente dos títulos a entregar e do dinheiro a pagar. Mas não são essas as operações mais importantes nem as mais vulgares. A principal categoria das Operações a

Prazo, que usualmente se efectuam nas Bolsas, é constituída pelas compras e vendas a descoberto, isto é, pelos contratos em que cada um vende o que não tem e compra aquilo que não pode pagar<sup>246</sup>.

O contrato a descoberto tem essa característica fundamental: no momento da sua estipulação, aqueles que o realizam não estão habilitados a efectuar a contado idêntica operação. Realizado o contrato e no decurso do prazo que antecede a liquidação, pode o operador vender novamente os títulos comprados ou adquirir os vendidos, e no fim do prazo compensa uma com a outra as duas operações, lucrando a diferença. Neste último caso, há uma forma especial de contrato a descoberto – o Contrato Diferencial. Adiante o estudaremos; por ora, ocupar-nos-emos somente das operações a prazo que visam à consignação real de títulos ou de dinheiro.

Mas, fundamentalmente, o contrato a descoberto visa sempre a obter uma diferença e assim aqueles que o praticam são puros especuladores. Como tais, dividem-se em duas classes: altistas, que são sempre compradores; baixistas, que são sempre vendedores. Com efeito, se as cotações se elevam, ganha aquele que comprou, que pode revender mais caro; se baixam, pelo contrário, ganha aquele que vendeu, pois pode tornar a comprar mais barato os mesmos títulos.

As vendas a descoberto são largamente praticadas e muitas casas bancárias de primeira ordem costumam realizá-las, quando prevêem a iminência de graves complicações políticas ou de alguma crise económica, afim de que os lucros, obtidos pela baixa das cotações esperada, possam compensar a depreciação dos valores que têm em carteira.

As operações a descoberto restringem, de resto, a perda daquele que as empreendeu, ainda quando tenha errado as suas previsões. Com efeito, se esperou a alta, e esta se não deu, pode revender os títulos comprados

---

<sup>246</sup> N. E.: Neste número o autor alerta o leitor para a diferença entre operações de cobertura de risco de preço – “hedging” – e operações de pura especulação sobre a evolução futura das cotações. Na linguagem actual, não designaríamos de descoberta uma posição vendedora num Futuro sem a posse dos correspondentes activos subjacentes, nem uma posição compradora sem a posse do correspondente contravalor monetário. O termo em uso é de “naked futures”, reservando-se o descoberto para as transacções a contado. De qualquer maneira, ainda hoje a claríssima maioria dos negócios sobre Futuros não são para cobertura de uma exposição pré-existente mas para simples especulação ou para ganhos de arbitragem entre mercados ou entre produtos.

e só perde a diferença das cotações<sup>247</sup>; se contou com a baixa e houve alta, pode igualmente tornar a comprar os títulos, perdendo só a diferença. Em caso algum pode haver prejuízo completo, isto é, igual à importância total da operação realizada.

A realização da liquidação das Operações a Prazo por meio de compensação torna ainda mais fácil e usual o emprego de contratos a descoberto. Com efeito, havendo uma sede de operadores: A, B, C, D e E, como só entre A e E há uma entrega real de títulos e de dinheiro, todos os mais, que só têm a receber ou a pagar diferenças, podem manter-se sempre a descoberto.

É isto, porém, o que a nossa lei não permite. Com efeito, segundo ela, as Operações a Prazo não produzirão nenhuma acção em juízo a favor do vendedor, se no acto em que elas deverem concluir-se não existirem em seu poder os títulos que tiver vendido, nem a favor do comprador, se este no acto em que elas deverem concluir-se se não mostrar habilitado a satisfazer o preço da compra (Cod. Com., art. 356º; Reg. das Bolsas, art. 49º).

Alguns pretendem ver em disposições semelhantes a aplicação de princípio geral de direito que não permite a venda de coisas alheias (Cod. Civ., art 1555º). Mas tal doutrina é absurda, pois o Código Comercial declara expressamente, que é permitida em comércio a venda de coisa que for propriedade de outrem e até a compra e venda de coisas incertas ou de esperanças (art. 467º). De resto, a disposição do Código Civil que é de duvidosa utilidade para a alienação de coisas fungíveis, tornaria verdadeiramente impossível o exercício do comércio quando a este fosse rigorosamente aplicada. Em vista do sistema da nossa lei comercial, tampouco se pode alegar que não há faculdade de alienar com um simples *jus ad rem*, mas só com o direito de propriedade.

Nada disso se aplica ao caso presente. A verdade é que esta disposição tem um carácter de excepção e funda-se em razões de índole especial. Procura ela sobretudo restringir o uso de contratos diferenciais, em que falta a seriedade devida e em que se concretiza o jogo de Bolsa por meio de uma simulação dolosa.

---

<sup>247</sup> N. E.: *A ideia é de que, se entrou como comprador num contrato firme a prazo e, antes do seu vencimento verificou que está a perder dinheiro, pode estancar essa perda acumulada entrando numa posição similar, mas agora como vendedor, num novo contrato sobre o mesmo activo subjacente e para o mesmo prazo de vencimento. Ver adiante.*

Como excepcional que é, carece esta disposição de ser interpretada restritivamente. Segundo ela, à data em que se conclui a operação, isto é, à data da liquidação, deve o vendedor ter em seu poder os títulos e deve o comprador estar habilitado a pagar o seu preço. De passagem, notaremos que a redacção da norma legal não é de uma exemplar clareza; o acto em que uma operação se conclui é a estipulação do contrato respectivo; concluir ou praticar um contrato são em linguagem jurídica expressões sinónimas e, portanto, melhor seria que a lei se referisse à execução da operação em vez de falar na sua conclusão. Mas esta deficiência do legislador não invalida a interpretação que apresentamos.

A sua exactidão, bem como a natureza das razões que ditaram a instituição do princípio legal, é-nos claramente revelada por uma passagem do relatório que antecedeu o projecto do Código e que neste ponto se limitou a reproduzir uma parte do relatório, com que TEIXEIRA DE QUEIROZ iniciava o seu projecto de reforma, que serviu de base ao Código de 1888. Aí defendendo a permissão das Operações a Prazo dizia-se

*“... A teoria de que são nulas as vendas a prazo pelo motivo de que não se pode vender o que não se possui é de todo o ponto falsa. Semelhante princípio não está escrito em nenhuma lei de comércio, e revolta-se contra ele a jurisprudência. Em todas as praças comerciais e em todos os tempos se tem vendido, a entregar numa época designada, coisas que não se possuem na ocasião do contrato. Essa venda é perfeitamente legal, e está nos usos comerciais, uma vez que as coisas que se hão-de vender tenham carácter venal, de modo que o vendedor as possa obter por ocasião da entrega...”.*

Vê-se, pois, que o legislador não quis proibir os contratos a descoberto<sup>248</sup>, como indirectamente faria, se exigisse que ao estipular-se o contrato os especuladores tivessem em seu poder os títulos e estivessem habilitados a pagar o seu preço.

Noutro lugar do mesmo relatório se cita a disposição que estamos estudando, entre as que visam a cercar as Operações a Prazo de cautelas ou

---

<sup>248</sup> N. E.: Recorde-se que aqui descoberto significa “naked”, isto é, posições puramente especulativas.

condições que lhes dêem garantia ou seriedade. Porém, o Código Comercial, deixando absoluta liberdade para os contratos a descoberto sobre fundos particulares, só para os fundos públicos inseria esta providência especial. Mas o Regulamento das Bolsas de 1901 alargou consideravelmente a sua área de aplicação, abrangendo nela todos e quaisquer fundos.

Notaremos também que a operação não tem de ser anulada quando haja violação do artigo 356º; simplesmente se nega aos seus autores a faculdade de fazerem valer judicialmente os direitos que ela lhes confere. Provada a infracção da norma legal, nenhuma acção podem intentar os contratantes, nem mesmo quando sejam coniventes na ilegalidade praticada e prescindam do benefício que a um deles a lei indirectamente concede. Trata-se da violação de uma lei que se destina a reprimir o jogo de Bolsa, portanto, de uma norma estabelecida no interesse de Estado e da ordem pública, e, como tal, a nulidade não pode ser reparada por nenhuma convenção privada.

Claro é, porém, que, quando as partes não pretendam recorrer aos tribunais, nada impede que procedam dessa forma, como efectivamente sucede na prática em quase todos os casos. Mas, quando se pretenda accionar judicialmente alguém, em virtude de uma Operação a Prazo a descoberto em que se dê a ofensa do artigo 356º, como se regula a prova da ilegalidade? Em princípio, a operação deve-se considerar lícita, e como tal os tribunais devem conhecer dela. Instaurada a acção, aquele que se quiser eximir ao cumprimento do contrato deduzirá a excepção de nulidade do contrato ou título em que se funda a acção (Cod. do Proc. Civ., art. 3º, nº 5º), provando que o autor não tinha em seu poder os títulos ou não estava habilitado a pagar o seu preço, conforme os casos, no momento da conclusão da operação, visto que a obrigação de provar incumbe àquele que alega o facto (Cod. Civ., art. 2405º). Mas, como se trata da violação de uma lei de ordem pública e como entendemos que em tal caso o juiz pode conhecer officiosamente da nulidade do contrato em que se funda a acção, concluímos que, ainda quando nenhuma das partes conteste a validade da acção, deve o juiz, verificada a ilegalidade, abster-se de conhecer do pedido e absolver o réu da instância, nos termos do artigo 283º do Código de Processo Civil.

Mas por que meios se poderá provar que foi violado o preceito do artigo 356º? Na falta de disposição especial da lei, poder-se-á usar de qualquer meio

de prova, designadamente dalgum documento escrito referente à operação controvertida. Por seu lado, o interessado pode provar que tinha em seu poder os títulos ou que estava habilitado a pagar o seu preço, mostrando que se achavam depositados ou atestando a sua existência por qualquer meio equivalente.

No entretanto, esta prova é muito difícil de se fazer. Na Bolsa ninguém diz se tem ou não títulos ou dinheiro, se tenciona fazer deles entrega efectiva ou apenas pagar as diferenças das cotações<sup>249</sup>. Terá pois o juiz do recorrer à análise das circunstâncias extrínsecas da operação, procurando averiguar, por esse meio, se se trata de uma operação séria ou de um simples jogo de Bolsa. Em tal matéria toda a prudência é necessária por parte dos julgadores, pois há sempre o perigo de incorrer em graves erros e de favorecer um pretexto invocado por um especulador de má fé, que procure locupletar-se criminosamente pelo não cumprimento de um contrato sério. A incerteza dos julgados em acções desta natureza, tão importantes quanto complexas, pode ser muitas vezes causa de ruínas e de falências temerosas e imprevistas.

## V. CONTRACTOS DIFERENCIAIS

As Operações a Prazo podem ser reais e então terminam, por assim dizer, com uma Operação a Contado, isto é, com a entrega dos títulos e com o pagamento do seu preço. Mas na maioria dos casos são simuladas, isto é, não se trata de títulos ou de dinheiro, mas só de diferenças entre duas cotações. Esta é a forma pura da especulação de Bolsa, que unicamente atende às flutuações dos cursos, as quais, como sabemos, a tantas e tão variadas causas podem ser devidas. Quando as partes só têm em vista as diferenças, nunca conservam os títulos; tornam a comprar, se os venderam,

---

<sup>249</sup> N. E.: *Hoje isto já não é verdade e nas Bolsas que listam contratos a prazo – Futuros ou Opções – que admitem tanto a liquidação por entrega física dos activos subjacentes como a liquidação monetária – isto é, pelo pagamento do diferencial entre o preço de mercado final e o preço que tinha sido inicialmente convencionado – quem estiver na posição vendedora tem de declarar em tempo útil qual o tipo de liquidação que irá usar.*

ou revendem-nos, se os compraram, e recebem ou pagam a diferença entre os preços das duas operações. São estas operações chamadas “*negócios ou contratos diferenciais*” e esta especulação diz-se “*especulação sobre diferenças*”.

Do contrato a descoberto para o contrato diferencial a transição é fácil e rápida. Em regra, os negociadores a descoberto já não têm intenção de cumprir o contrato<sup>250</sup>, mas, ainda que a tenham, casos há em que são forçosa e involuntariamente levados a converterem a operação num contrato diferencial. Se alguém comprou uns títulos a descoberto e depois se acha impossibilitado de pagar o seu preço, tem o único recurso de os revender; mas para isso tem de fixar a data em que liquida a operação anterior. Com efeito, não pode ser antes, pois só então dispõe dos títulos, e não pode ser depois, porque desde logo precisa do dinheiro. Se inversamente alguém vendeu uns títulos e não os possui, nem dispõe dos meios necessários para os adquirir, precisa de os comprar para a mesma liquidação, pois paga-os então com o dinheiro da sua venda. Como se vê, uma operação a descoberto pode levar muitas vezes a uma outra operação e então temos uma negociação puramente diferencial.

Os contratos diferenciais podem revestir duas formas, que chamaremos directa e indirecta.

Na sua forma indirecta, consistem em os compradores ou vendedores a prazo tornarem a revender ou a comprar os títulos negociados, antes da liquidação ou na ocasião dela. O operador não tem em tal caso outro fim senão revender o que comprou ou tornar a comprar o que vendeu, para o que faz duas operações que servem de contraparte uma à outra. Chegado o dia da liquidação, cada uma das operações é compensada pela inversa; os títulos comprados são entregues ao novo comprador e os títulos vendidos são os que se tornaram a comprar. Por este lado, portanto, as duas operações destroem-se<sup>251</sup>. Quanto ao dinheiro, o preço da revenda paga o da compra ou o da venda paga a nova compra. Como, porém, as operações se fazem

---

<sup>250</sup> N. E.: Entenda-se aqui o não cumprimento apenas no sentido de não levar o contrato até ao seu vencimento planeado, isto é, recebendo ou pagando então os activos a eles subjacentes. Não se trata de uma ruptura contratual.

<sup>251</sup> N. E.: Por esta razão é que há vantagem em os contratos a prazo serem padronizados na quantidade do activo subjacente a entregar: dois contratos padrão de sinal contrário compensam-se exactamente entre si.

a preços diferentes, o especulador, depois de efectuada a compensação tem ainda a receber um lucro ou a pagar um prejuízo do seu dinheiro próprio.

Quando as duas operações tenham sido feitas antes da liquidação, a diferença é igual ao excesso ou falta do preço da segunda operação em relação ao da primeira. Quando só no dia da liquidação se faz a revenda ou a nova compra, a diferença entre o preço estipulado no contrato e o da data da liquidação, que serve ordinariamente de base ao contrato novo, é que representa o lucro ou o prejuízo final.

Mas, para que haja contrato diferencial, é necessário que as duas operações opostas sejam realizadas entre as mesmas pessoas; se, pelo contrário, A comprar a B para revender a C ou vender a D para tornar a comprar a E, há na verdade uma combinação de operações a prazo, de que resulta o lucro ou a perda de uma diferença, dispensando a compensação, a entrega de títulos e de dinheiro, mas não há propriamente um contrato diferencial. Este só se dá quando as partes combinam entre si as duas operações, para o que juntam, por vezes, ao contrato principal um contrato acessório, em que o comprador se obriga a revender ao vendedor ou em que o vendedor se obriga a tornar a comprar ao comprador os mesmos títulos. O contrato acessório pode ser feito na mesma data do contrato principal ou só posteriormente a este.

Em nada importa que as partes estejam ou não habituadas a entregar os títulos e a pagar o seu preço; mesmo no caso afirmativo podem estipular entre si um contrato diferencial. Rigorosamente, até quando há entrega de títulos e de dinheiro, pode existir um contrato diferencial; é o que se dá quando as partes não tenham intenção de conservar os títulos ou o dinheiro recebidos. A intenção – eis o elemento característico e distintivo dos contratos diferenciais.

Nas hipóteses sujeitas há a presunção tácita de que a sua liquidação se faz simplesmente pelo pagamento das diferenças nas cotações, mas o contrário pode suceder, e é admissível a prova de que há efectivamente entrega de títulos e pagamento de dinheiro. Pode haver, porém, um contrato, que só tenha por objecto o pagamento de diferenças entre duas cotações; nestes contratos, que de compra e venda só têm o nome, não é preciso ter na ocasião da liquidação, nem nunca, os títulos ou o dinheiro sobre que



se negoceie. São estes os contratos diferenciais, que chamamos directos. Representam eles uma simplificação dos contratos indirectos; aqui as partes dirigem-se directa e abertamente ao fim que realmente têm em vista. Fundamentalmente as duas categorias de contratos diferenciais têm o mesmo carácter de aleatórias, mas ao passo que nas primeiras o objecto do contrato é ainda a compra ou venda de títulos, nas segundas é exclusivamente o pagamento de diferenças.

O contrato diferencial directo, resultando idêntico nas suas consequências finais ao contrato indirecto, tem sobre este a vantagem de evitar a realização de operações inúteis e de permitir negociar em grandes somas, o que seria impossível, ou pelo menos extremamente difícil, quando fosse exigida a efectiva disposição, por parte dos contratantes, dos títulos e do dinheiro negociados.

Para maior clareza apresentaremos exemplos dos três processos indicados de especulação sobre diferenças.

**a) Combinação de operações a prazo de que resulta o lucro ou a perda de uma diferença**

Pedro vende a Paulo 100 Inscrições de 3%, ao preço de 40\$000 reis, a prazo de um mês. No fim do mês as Inscrições cotam-se a reis 38\$000. Se Pedro tiver de entregar a Paulo as Inscrições que lhe vendeu, comprará 100 ao preço do dia, mediante 3:800\$000 reis, entregará os títulos a Paulo, de quem receberá 4:000\$000 reis, e assim será reembolsado dos 3:800\$000 reis que gastou e lucrará 200\$000 reis. Por seu lado Paulo, que comprou as Inscrições, alcançará de qualquer forma os 4:000\$000 reis de que carece; dá-los-á a Pedro em troca dos títulos, revenderá imediatamente esses títulos a 38\$000 reis e achar-se-á em prejuízo de 200\$000 reis. Se em lugar de descerem a 38\$000 reis, as inscrições tivessem subido no fim do mês a 42\$000 reis, Pedro, o vendedor a prazo, é que teria perdido 200\$000 reis, e Paulo, o comprador a prazo, tê-los-ia ganho.

**b) Contrato diferencial indirecto**

Tomando por base o exemplo anterior, suponhamos que Pedro, em vez de comprar a um terceiro as 100 Inscrições, as comprou de novo ao próprio

Paulo ou que Paulo, em vez de revender a um terceiro as Inscrições para obter a soma que deve a Pedro, as vende ao mesmo Pedro. O resultado é o mesmo: 200\$000 reis de lucro para um, 200\$000 reis de prejuízo para outro.

### c) Contrato diferencial directo

Suponhamos finalmente que Pedro, em lugar de tornar a comprar as Inscrições, simula a sua compra; que, em lugar de vender realmente, Paulo simula a venda; substituamos a ficção à realidade, a situação final dos dois operadores será sempre a mesma e teremos um caso de puro jogo de Bolsa.

Os contratos diferenciais são o instrumento por excelência da especulação bolsista, porque permitem operar só por meio de crédito e podem proporcionar lucros fabulosos. A eles se deve a principal animação das Bolsas, porque tomam por objecto quantidades de títulos e somas de dinheiro, que pela sua grandeza seriam insusceptíveis de serem negociadas de outro modo. A eles se devem as súbitas e inesperadas fortunas e as pavorosas ruínas que a Bolsa produz; pondo de parte os títulos e o dinheiro, são apenas um meio de explorar as alterações de alta ou de baixa das cotações<sup>252</sup>. A sua combinação com as Operações a Prémio e até por vezes com as Operações a Contado dá lugar a complicadíssimas transacções, cujo conhecimento e uso constituem precisamente a ciência do especulador. Notaremos, porém, que o contrato diferencial directo é praticamente desconhecido entre nós.

Mas qual será a verdadeira natureza de um contrato diferencial? Segundo uns autores, deve-se equiparar a uma aposta, que se resolve alternativamente no pagamento ou no recebimento de uma diferença entre duas cotações. Por isso e pelos abusos a que dão lugar, têm suscitado sempre desconfiança e pouca simpatia por parte dos legisladores e da jurisprudência.

Porém, segundo a maioria dos escritores, o contrato diferencial constitui não uma aposta, mas um contrato de jogo. Com efeito, não se trata de prever simplesmente um facto dependente do acaso ou da sorte, mas sim de realizar uma previsão, para a qual se exigem certos e não poucos

---

<sup>252</sup> N. E.: *O elevado risco advém de os contratos a prazo permitirem tomar uma posição indirecta sobre uma grande quantidade de activos e, portanto, ganhar grandes lucros ou sofrer grandes perdas absolutas sem ter que mobilizar os enormes volumes financeiros associados a essa quantidade de activos. Dizemos hoje que são posições muito alavancadas.*

conhecimentos especiais e para cuja efectuação podem os interessados contribuir pela sua própria acção.

Em face dos princípios gerais de direito, o contrato diferencial, mormente o indirecto, nada tem de ilícito. Nele concorrem todos os elementos que a lei exige para a validade dos contratos; trata-se apenas de uma compra e venda liquidável pelo simples pagamento da sua diferença ou de uma compra e venda a termo, à qual está ligada uma revenda ou uma nova compra ao preço incerto do dia em que findar o mesmo termo; nesta data, há uma inversão de situações, em que o comprador passa a vendedor e vice-versa.

Todavia a lei mostra a sua opposição a estes contratos, por meio de certas providências especiais restritivas, que agora nos cumpre expor. A nossa lei dispõe que nas negociações a prazo o comprador é sempre obrigado ao pagamento integral do preço e o vendedor à entrega dos títulos (Cod. Com., art. 355º; Reg. das Bolsas, art. 48º). O Código Comercial apenas estatua esta obrigação para as negociações sobre fundos públicos, mas o Regulamento das Bolsas ampliou-a a todos os demais fundos.

Como claramente se diz no Relatório do projecto governamental do Código Comercial, esta norma tem por fim manter a seriedade das operações, que o mesmo é dizer, combater o jogo da Bolsa. Vejamos pois como ela deve ser entendida. Quanto aos contratos diferenciais directos não há dúvida que são ilícitos, porquanto nunca podem terminar pelo pagamento do preço e pela entrega dos títulos.

Quanto aos contratos diferenciais indirectos não são absolutamente proibidos, mas esta disposição, combinada com a do artigo 356º, mostra que se não pode dispensar a entrega de títulos ou de dinheiro. Pode o contrato resultar por fim no pagamento de uma diferença pela opposição dos dois compromissos, mas é necessário que no acto da liquidação apareçam os títulos e o dinheiro, ainda que só passem das mãos de um para as do outro, para voltar às do primeiro. Não resulta disso apenas a exigência de uma formalidade inútil e de pouca importância; é necessária a disposição real dos títulos e do dinheiro, o que, como se deduz do que já dissemos, não pouco embaraça e restringe o uso de contratos diferenciais.

Igual solução é aplicável às combinações de Operações a Prazo, que em última análise se cifrem somente no pagamento de diferenças. A lei

não estabeleceu apenas este preceito, mas confirmou-o e sancionou-o por outro, segundo o qual, na falta de cumprimento do contrato, as perdas e danos, que daí resultarem ao vendedor ou ao comprador, não se haverão como indemnizados pelo simples pagamento das diferenças nas cotações (Cod. Com., art. 355º, § único; Reg. das Bolsas, art. 48º, § único).

Pela disposição anterior indicara a lei como devia ser cumprido o contrato: pela entrega dos títulos e pelo pagamento do seu preço; já daí resultava a impossibilidade de se fazer a liquidação das operações pelo simples pagamento de diferenças. Mas o legislador quis esclarecer ainda melhor a expressão da sua vontade e assim determinou que, no caso de não cumprimento do contrato, isto é, quando não fossem entregues os títulos e pago o seu preço, não se consideravam indemnizadas as perdas e danos resultantes do contrato pelo pagamento de diferenças.

Por esta forma o legislador, confirmando e aclarando a disposição anterior, veio ainda indicar qual é a sanção a aplicar à sua violação. Nos contratos bilaterais, diz o Código Civil, se algum dos contraentes deixar de cumprir por sua parte, poderá o outro contratante ter-se igualmente por desobrigado ou exigir que o remisso seja compelido judicialmente a cumprir aquilo a que se obrigou ou a indemnizá-lo de perdas e danos (art. 709º). O pagamento das diferenças não representa evidentemente a execução do contrato em vista do artigo 355º e, portanto, ainda quando ele houvesse sido feito, poderia o contraente, na falta de entrega de títulos ou de dinheiro, ter-se como desobrigado ou exigir judicialmente a mesma entrega. Mas poder-se-ia alegar que o pagamento das diferenças equivalia à indemnização de perdas e danos e que portanto não permitia ao contratante exigir que o remisso fosse compelido judicialmente a entregar os títulos ou o dinheiro, visto que o mesmo artigo 709º do Código Civil permite a escolha entre uma ou outra forma de reparação, mas não a sua invocação simultânea.

A tal conclusão obsta a disposição terminante do § único do artigo 48º do Regulamento das Bolsas. As perdas e danos resultantes da inexecução de contratos não se haverão por indemnizados pelo pagamento das diferenças nas cotações, isto é, este pagamento de nada vale e para nada serve. Ainda depois de o aceitar, pode o contratante exigir do outro a entrega dos títulos ou do dinheiro ou uma indemnização de perdas e danos. Deste modo, é

claro que ninguém se sujeita a pagar essas diferenças, e assim o legislador, por uma forma indirecta mas hábil, obistou eficazmente à prática de contratos diferenciais. Certo é, porém, que, na prática, a certeza da não intervenção de uma autoridade judicial ou de qualquer outra que imponha a observância da lei, e o seu desvio tácito, têm permitido largamente o emprego de contratos diferenciais, em que os contraentes, recebido o pagamento das diferenças nas cotações, que porventura lhes sejam favoráveis, nada mais reclamam.

A crítica destas disposições legais, bem como de todas as que visam a restringir o uso de negociações a prazo, só pode ser feita ao estudar o jogo de Bolsa e a sua repressão. Por ora limitar-nos-emos a tirar delas algumas conclusões.

O contrato diferencial directo é nulo, visto que tem por objecto um acto contrário às obrigações impostas por lei (Cod. Civ., art. 671º, nº 4). Pela forma terminante da disposição legal que o proíbe, vê-se que se trata de uma nulidade absoluta e insanável, porquanto envolve a ofensa de uma lei de interesse e ordem pública. Deste modo, os tribunais deverão negar a procedência de qualquer acção, que neles se baseie, ainda antes da liquidação.

Para os contratos diferenciais indirectos, que têm igualmente em vista um fim contrário à lei, deve-se aplicar idêntica solução, mas a dificuldade de os distinguir de meras e lícitas Operações a Prazo é enorme. A intenção dos contratantes é que caracteriza estes contratos e os distingue de quaisquer outros, mas a intenção não se manifesta claramente, pode mesmo mudar no decurso do prazo que antecede a liquidação, e por isso, na prática, é inútil o critério distintivo que nela se pretenda basear.

Neste caso, como sempre que se trata da prova de um elemento intencional, pode-se recorrer a todos os elementos que se consiga colher e que pareçam úteis para a averiguação da verdade. Há apenas que atender aos factos que possam fazer presumir a intenção de se realizar um contrato puramente diferencial, tais como a importância de cada operação, o número de operações realizadas, a fortuna pessoal dos contratantes, a posição social do cliente, os seus antecedentes, a moralidade do Corretor que intervém no contrato, etc.; todavia, segundo a opinião geral, os tribunais devem-se guiar sobretudo pela harmonia ou desproporção entre a importância da operação realizada e a fortuna das partes contratantes.

Como se vê, os elementos a utilizar são todos mais ou menos incertos e falíveis e é incontestável que daí resulta o grave risco de poder a jurisprudência anular, por simulação, negócios que realmente sejam efectivos e sérios. Quando um dos contratantes tenha interesse em que o contrato seja tido por diferencial, a ele competirá provar a sua qualidade.

Qual será, porém, o efeito da nulidade do contrato diferencial, quanto ao Corretor que nele intervém? Se o Corretor conhecia o carácter da operação e não hesitou em favorecer a paixão dos jogadores, concedendo-lhes a sua mediação, não terá direito ou acção nenhuns derivados deste contrato. Violou todos os seus deveres, procedendo de semelhante forma, e iníquo seria admitir que com isso obtivesse algum lucro ou mesmo que a lei lhe garantisse o reembolso de quaisquer somas ou valores por ele adiantados.

Mas, se o Corretor confiou na seriedade da operação, conquanto erasse, pode pedir judicialmente o reembolso de quaisquer adiantamentos que haja feito e o pagamento da sua corretagem. De outro modo, a lei sancionaria uma injustiça e forneceria em muitos casos um meio cómodo aos especuladores de má-fé para se furtarem ao cumprimento das suas obrigações.

A lei não consigna disposições expressas a este respeito, mas as soluções indicadas são evidentemente as que resultam dos princípios gerais de direito.

## **VI. GARANTIA OU CAUÇÃO**

Como o Corretor é individualmente responsável para com os seus comitentes por todas as negociações a prazo que realizar (Reg. das Bolsas, art 53º), é justo que, contra os riscos que incorre ao empreender tais operações, ele se possa precaver com as necessárias garantias; o que, de resto, já a lei, em geral, expressamente reconhece (Cod. Com., art. 76º, § 1º). Concedendo a lei ampla liberdade ao Corretor na exigência de garantias aos seus clientes, não há dúvida que ele tem o direito de recusar qualquer negócio em que os clientes se não mostrem dispostos a prestá-las. Mas não tem apenas esse

direito, tem mesmo a obrigação de o fazer. Com efeito, o Regulamento das Bolsas declara terminantemente que a caução<sup>253</sup> é obrigatória em todas as operações a prazo (art. 45°).

Parece-nos louvável esta disposição. De facto, poder-se-á alegar que os Corretores, ainda que a lei lhes deixasse a mais ampla liberdade, só dispensariam de caução os potentados da finança, os homens ricos e os que só praticassem operações sérias. Em tal caso, a caução é realmente desnecessária e, portanto, a lei, impondo-a, só pode ser inconveniente. Em princípio este raciocínio é exacto, mas não sucede o mesmo na prática. Aí muitas vezes os Corretores, para atraírem clientes e auferirem maior número de corretagens, dispensam de caução homens sem crédito e sem recursos. Estes pagam essa amabilidade em geral com a ruína, o próprio Corretor pode sofrer graves prejuízos, mas tudo isso é justo e não justifica a intervenção legal; a verdade, porém, é que de semelhante facto resultam crises e prejuízos de ordem geral, que a lei pretende com razão evitar.

É claro, porém, que a disposição preceptiva da lei não autoriza o Corretor a reclamar uma caução para a realização de uma operação ilegítima. O seu dever é recusar em tal caso a sua mediação, mas, quando a preste, não pode alegar em seu favor direito algum conferido por uma lei que reprovava a sua conduta.

A caução não é igual à importância total da operação, mas varia necessariamente com o seu valor e com o decurso do prazo, isto é, conforme este é referido à primeira liquidação ou a alguma posterior. Em regra, a caução corresponde à maior perda que pode resultar da operação, o que equivale a dizer que corresponde à diferença das cotações. Com efeito, num caso de compra, o Corretor conserva em seu poder os títulos, pode revendê-los, e só carece de uma garantia suplementar igual ao excesso do preço da compra sobre o preço da revenda; identicamente, no caso de venda, o corretor tem o preço dos títulos e só carece, além disso, de uma garantia igual à diferença entre o preço de venda e o da reacquirição dos mesmos títulos.

---

<sup>253</sup> N. E.: *Hoje os mercados são um pouco mais exigentes e os investidores em derivados têm que entregar as chamadas margens e, adicionalmente, fazer um depósito de um volume financeiro destinado a limitar o número máximo de posições em risco que pode assumir. De alguma forma, estas soluções correspondem à caução aqui referida.*

Para fixar a caução a pedir, o Corretor atende naturalmente à importância da operação e às flutuações prováveis dos cursos. A taxa da caução é, por isso, em regra, variável, mas sempre muito inferior à soma total da operação; com algumas centenas de mil reis podem caucionar-se operações de muitos contos de reis. Por este motivo também, quando um acontecimento político importante, alguma crise grave ou um conjunto de manobras desleais de especulação aumentam ou diminuem absurdamente a confiança do público e precipitam as cotações no sentido da alta ou da baixa, a caução é ordinariamente insuficiente e para pouco serve.

Na Bolsa de Lisboa a caução das Operações a Prazo está fixada uniformemente em 10% da importância total da operação, o que pode parecer imprudente, mas é compreensível numa Bolsa como a nossa, em que são quase desconhecidos os *kracks* e as grandes oscilações súbitas dos cursos. A caução é geralmente prestada em dinheiro ou em títulos mobiliários. No primeiro caso, o dinheiro fica imobilizado, sem render juros, sendo, por isso, preferível a segunda forma.

Num contrato sério, a caução não constitui uma garantia absoluta da execução do contrato, pois pode, por exemplo, ser impossível adquirir os títulos a entregar, por não aparecerem no mercado. Pelo contrário, nos contratos diferenciais, a garantia é absoluta e é principalmente para eles que a caução se torna útil.

Mas qual é a natureza desta garantia?

Segundo alguns autores, constitui ela um pagamento antecipado da operação. De harmonia com esta doutrina, o Corretor pode considerar como seus os títulos ou o dinheiro que lhe sejam entregues e dispor deles livremente. Ainda outras consequências importantes resultam desta teoria; assim, a caução prestada não pode ser impugnada pelos credores, nem estes podem reivindicar sobre ela quaisquer direitos, mesmo no caso de falência.

Segundo outros autores, quando a caução conste de dinheiro ou de títulos ao portador, constitui um pagamento antecipado, porquanto a propriedade desses bens transmite-se pela simples tradição. Quando, porém, seja formada por títulos nominativos, há apenas uma promessa de pagamento.

Em contrário destas teorias, afirma-se que a caução é uma simples garantia e não um pagamento antecipado da operação. Os bens dados em caução



constituem indubitavelmente propriedade do cliente, pelo menos até que finde o prazo da operação, e, portanto, nunca o Corretor poderá dispor deles. Ainda depois da liquidação, o Corretor só poderá alienar esses bens com autorização do cliente ou por sentença judicial, e sobre eles apenas tem um direito de preferência em relação aos demais credores.

É absurdo dizer que se trata de um pagamento antecipado, quando a dívida a que ele se refere é incerta, e pode mesmo nunca chegar a existir – como necessariamente há-de suceder se a operação for favorável ao cliente. Nem é razoável que se veja na prestação de caução uma execução antecipada da operação, pois a sua importância é sempre muito menor do que a das somas ou dos valores a entregar na liquidação.

Em certos casos, porém, é certo que a caução deve ser tida por um pagamento antecipado. Assim sucede sempre que o comitente, ao prestar a caução, autoriza o seu Corretor a dispor dela; neste caso, é manifesto que houve um pagamento voluntário e, conseqüentemente, irrevogável. Em tal caso, não obsta a que tal natureza seja atribuída à caução o carácter eventual da dívida; da mesma forma que se contraem obrigações condicionais, também se pode pagar antecipadamente uma dívida eventual.

Quando o tribunal ordene a venda da caução, esta passa a constituir também para o Corretor um pagamento antecipado.

Admitindo, pois, que, em regra, a entrega de dinheiros e de valores, a título de caução, não se destina ao pagamento ou reembolso antecipado ao Corretor, resta-nos ainda precisar a sua verdadeira natureza jurídica.

Entendemos que a entrega de títulos ou de dinheiro como caução equivale geralmente à constituição de um penhor (conf. Cod. Civ., art. 855º e seg.). Trata-se da entrega pelo devedor ao credor de um objecto móvel que lhe sirva de segurança, e essa é precisamente a noção legal de penhor (Cod. Civ., art. 855º); como a dívida caucionada procede de um acto mercantil, é incontestável igualmente que se trata de um penhor mercantil (Cod. Com., art. 397º). O contrato de penhor faz-se pela simples entrega da coisa (Cod. Civ., art. 858º), ou mesmo pela sua entrega simbólica (Cod. Com., art. 398º), quando só tenha de produzir efeitos entre as partes, que é precisamente o que aqui sucede. Dizem alguns que a caução não pode ser considerada como um penhor, porque o Corretor não é ainda credor do

seu comitente, mas a lei em parte alguma proíbe que se garanta por este modo uma dívida eventual.

Da natureza pignoratícia da caução nas Operações a Prazo, deduzem-se algumas consequências importantes. Assim, devendo proceder-se à sua venda, são precisas certas formalidades, não obstante o seu carácter comercial. Segundo a lei, pode essa venda efectuar-se por meio de Corretor, notificado o devedor (Cod. Com., art. 401°); é claro que, no caso presente, o Corretor tem de ser outro que não o credor interessado.

No caso de falência do comitente, não há dúvida também, em face do disposto no art. 19° do Código de Falências, que os bens constitutivos da caução têm de ser apreendidos para a massa.

Como se vê do exposto, a caução constitui, em regra, um penhor e, excepcionalmente, um pagamento antecipado. A decisão do seu verdadeiro carácter, em cada caso concreto, representa uma questão de facto, que aos tribunais compete apreciar conforme as provas produzidas. Neste caso, qualquer prova pode ser apresentada em juízo; são em geral mais usadas a confissão das partes, o depoimento de testemunhas e as presunções deduzidas das particularidades da própria operação. A natureza dos títulos, dados em caução, pode também, em certos casos, contribuir valiosamente para determinar as intenções reais das partes contratantes.

Já temos afirmado que o Corretor não pode dispor livremente dos bens que constituem a caução, e tal princípio resulta claramente das regras legais, aplicáveis no caso presente, que se referem ao penhor (Cod. Civ., art. 861°, nº 1; 863° e seg.; Cod. Com., art. 401°). Mas, ainda quando não tivesse o carácter pignoratício, nada justificaria a faculdade de livre alienação concedida ao Corretor e, portanto, não é admissível a doutrina daqueles que, como MOLLOT, vêem no caso presente um mandato tácito que permite ao Corretor alienar a coisa dada em penhor; desse mandato resulta, dizem esses autores, uma presunção *juris et de jure* de livre alienação, em favor do Corretor.

Há efectivamente mandatos tácitos em certos casos excepcionais, mas nada justifica a sua invocação no caso presente. É certo que a forma de venda da caução a adoptar neste caso, com a garantia que é dada pelo carácter oficial das cotações, não apresentaria os mesmos inconvenientes e perigos

de fraude, para os demais credores, que ordinariamente podem resultar da livre venda do penhor. Mas o mandato concedido pelo cliente ao Corretor, para efectuar uma Operação a Prazo, não envolve tal faculdade; o objecto desse mandato é unicamente a compra ou venda de valores; a caução é uma garantia e não um meio de executar o mandato e, portanto, é inalienável.

Nem mesmo uma autorização expressa de livre alienação é compatível com a natureza pignoratícia da caução; quando ela exista, esta transforma-se e converte-se num pagamento antecipado.

Mas, quando o Corretor seja autorizado a alienar os títulos que constituem a caução, porque preço o poderá fazer? Não ao preço que tenham à data da entrega, pois, em tal ocasião, ainda se ignorava se uma dívida viria ou não a existir, e o seu uso acarretaria frequentemente grandes prejuízos a um ou a outro dos interessados, em consequência das alterações das cotações. Se se deixasse ao arbítrio do Corretor a fixação do preço, a vigilância seria de todo impossível e os abusos fáceis. Temos, pois, que concluir em favor da venda ao primeiro curso médio posterior à liquidação, pois só então o Corretor tem direito a vender os valores e a pagar-se com o produto dessa venda.

Se, porém, o Corretor for ilicitamente vendendo em porções sucessivas os bens dados em caução e disso informar o cliente, a venda tornar-se-á inatacável, caso este não proteste. Dá-se então uma sanção tácita do comitente para com a ampliação do mandato praticada pelo Corretor (Cod. Civ., art. 1351º).

Prestada a caução, é claro que o cliente a não poderá retirar no decurso do prazo da operação, salvo quando haja dolo ou fraude do Corretor ou alguma anormalidade semelhante. Em regra, portanto, só depois de liquidada a operação pode a caução ser restituída ao comitente. De outro modo, violar-se-ia a lei que declara obrigatória a caução e ir-se-ia de encontro ao seu fim, que é garantir a execução do mandato, eliminando-a antes desta execução estar completa.

Mas, ainda quando liquidada a operação, tem o Corretor o direito de retenção sobre a caução, como garantia da corretagem ou de qualquer outra soma que lhe seja devida pelo seu comitente. Resulta este direito da disposição expressa do art. 1349º do Código Civil.

Admite-se geralmente o reforço da caução, quando ela se ache depreciada<sup>254</sup>. A depreciação, porém, pode provir de duas causas, que têm de ser consideradas em separado, porquanto se subordinam a regimes jurídicos diversos.

A depreciação pode resultar de alterações nas cotações. Para a negociação de fundos públicos a prazo, diz claramente a nossa lei que, se durante o prazo houver alteração nos respectivos câmbios ou cotações, o Corretor poderá exigir aumento de garantia e, quando não lhe for dado, proceder logo à liquidação (Cod. Com., art. 76º, § 2º; Reg. dos Corr., art. 71º, § 2º).

Mas, *quid juris*, quando a negociação versar sobre fundos não públicos? A natureza especial da disposição legal pode levar a concluir, pelo argumento *a contrario sensu*, que para tal negociação não há direito a pedir o reforço da caução. Entendemos, porém, que da norma legal se não pode tirar semelhante conclusão, pois ela tem por fim, não autorizar o reforço da caução num caso especial, mas sim permitir que na sua falta se proceda à liquidação imediata da operação. Essa faculdade de pronta liquidação é que é exclusiva das negociações sobre fundos públicas e inampliável a quaisquer outras. Quanto ao mais, isto é, quanto ao direito de obter reforço de caução nas negociações sobre fundos particulares, nenhum elemento nos fornece a citada disposição e, portanto, temos de recorrer às normas gerais do direito. Segundo estas, nada obsta a que seja reforçada a caução, antes a ampla liberdade, que a lei concede ao Corretor para se garantir nas Operações a Prazo, implicitamente envolve a faculdade de exigir esse suplemento de garantia (conf. Cod. Com., art. 76º, § 1º; Reg. dos Corr., art. 71º § 1º). Reconhecido em princípio o direito do Corretor a pedir o reforço da caução, necessariamente lhe deve ser também reconhecido o direito de accionar para esse fim o cliente, sob pena de se tornar ilusório o mencionado direito.

Mas a depreciação da caução pode provir da diminuição do crédito do cliente, ou por ele ter falido, ou porque o aumento de cifra das operações

---

<sup>254</sup> N. E.: Nos modernos sistemas de margens, todos os dias de sessão de Bolsa a posição coberta pela margem depositada é reavaliada ao preço de mercado e as perdas eventualmente verificadas no valor dessa posição traduzem-se numa redução do montante útil dessa garantia. O investidor é então obrigado a repor o valor da margem no seu valor de partida – “mark-to-the-market”.

realizadas por sua conta se torne desproporcionado em demasia aos seus recursos. Neste caso, porém, nenhuma disposição legal autoriza o reforço da caução.

Se se tratasse de uma qualquer obrigação a prazo, o credor disporia da garantia concedida pelo art. 741º do Código Civil, que, porém, não é aplicável ao caso presente, em que se trata de um prazo fixado pela lei e não por convenção das partes. Neste caso, ao Corretor competia em tempo oportuno tomar as cautelas necessárias contra a ruína do crédito do seu cliente; não o fazendo, sujeitou-se às consequências da sua negligência, e não pode depois valer-se de uma ilegalidade.

As soluções apresentadas, quanto ao reforço da caução, estão em perfeita harmonia com as regras do penhor estabelecidas no Código Civil. Com efeito, dispõe o Código, que o credor tem o direito de exigir do devedor outro penhor, se o objecto do penhor se perder ou diminuir sem culpa sua (art. 860º, nº 4), o que equivale a autorizar o reforço da caução no primeiro dos dois casos citados. Porém, não admite a exigência de novo penhor pelo facto de ter diminuído a solvabilidade do devedor e, conseqüentemente, a segurança da operação, o que equivale a negar o reforço da caução depreciada pela diminuição do crédito do operador.

O Código Civil permite, no caso dito, que o credor exija do devedor o cumprimento da obrigação, ainda antes do prazo convencionado (art. 860º, nº 4).

Só nas negociações sobre fundos públicos é admissível, como vimos, a aplicação dessa norma, que no presente caso equivale a permitir a antecipação da liquidação. Resulta esta conclusão da interpretação, que fizemos, do art. 76º, § 2º do Código Comercial, correspondente ao art. 71º, § 2º do Regimento dos Corretores. De resto, não é de admirar que a disposição do Código Civil seja inaplicável à presente hipótese, pois, ao passo que nos contratos pignoratícios se trata simplesmente de abreviar um prazo convencionado pelas partes, nas Operações a Prazo antecipar-se-ia uma liquidação, cuja data é taxativamente fixada pela lei.

Dado o carácter imperativo da norma legal, que declara obrigatória a prestação da caução, e não havendo sanção especial, aplica-se, na falta de caução, a regra geral do art. 10º do Código Civil, isto é, a Operação a Prazo deve considerar-se nula. Porém, quando assim suceda, podem

as partes exigir do Corretor a indenização das perdas e danos sofridos, porquanto é a ele que a lei especialmente incumbe o dever do reclamar a caução e, portanto, deve ser ele também o responsável pela sua falta.

Da existência da caução em todas as Operações a Prazo, resulta como corolário legítimo a responsabilidade plena do Corretor pelas obrigações contraídas pelos seus comitentes em tais operações (Reg. das Bolsas, art. 53º). Há uma presunção inatacável da existência de uma caução suficiente, em virtude da qual o Corretor não se pode queixar de que lhe seja exigida toda a responsabilidade. Se com isso é prejudicado, deve-o atribuir à desobediência ao preceito legal, que voluntariamente cometeu, não exigindo caução ou contentando-se com uma caução insuficiente.

É claro, porém, que a prestação de caução não isenta os especuladores de responsabilidade pelas operações realizadas. A caução é apenas uma garantia especial obrigatoriamente estatuída em favor do Corretor, que em nada pode alterar a responsabilidade principal que assiste ao especulador, nos termos gerais de direito.

Por vezes, a caução reveste modalidades especiais; assim, pode significar o prejuízo máximo que um operador está disposto a sofrer em consequência de uma determinada operação. Neste caso o operador faz uma convenção especial com o seu Corretor, em que se estipula que este liquidará a operação, logo que o prejuízo dela resultante exceda o valor da caução prestada. Nesta hipótese especial, quando se verifique a existência do prejuízo fixado, deve o Corretor avisar o cliente e liquidar a operação, salvo se este se prontificar a conceder um suplemento de garantia.

Em princípio, esta convenção é lícita, pois a ninguém se pode contestar o direito de medir as suas forças, de avaliar as disponibilidades ao seu alcance e de empregar meios tendentes a assegurarem a plena satisfação das obrigações contraídas. Nenhuma lei proíbe a um contratante que suporte somente os riscos antecipadamente calculados, nem seria admissível que alguma houvesse obrigando-o a ir além das suas previsões. Simplesmente esta operação é impraticável entre nós, porque a data das liquidações é fixada legalmente e não pode ser antecipada pelo mero consenso dos particulares. O seu funcionamento nas Bolsas estrangeiras liga-se com a instituição do desconto, desconhecida entre nós.

## BIBLIOGRAFIA

BÉDARRIDE – Ob. cit.

BOUDON – *La bourse anglaise*, cit.

461

BOZÉRIAN – Ob. cit.

BUCHÈRE – Ob. cit.

CAUWÈS – Ob. cit.

CHEVILLIARD – Ob. cit.

COLSON – Ob. cit.

COSACK – Ob. cit.

COURCELE-SENEUIL – Ob. cit.

COURTOIS – Ob. cit.

FERRARIS – Ob. cit.

FONTAINE – Ob. cit.

GRAZIANI – Ob. cit.

GRÜNHUT – Ob. cit.

GUILLARD – Ob. cit.

LAMBERT – Ob. cit.

LYON-CAEN et RENAULT – Ob. cit.

MARGHIERI – *I motivi del nuovo codice*, etc., cit.

– *Il diritto commerciale*, etc., cit.

PASSOS – Ob. cit.

PICCINELLI – Ob. cit.

PROUDHON – Ob. cit.

RAMBAUD – Ob. cit.

RENDU – Ob. cit.

SAY – *Bourse de commerce*, cit.

SUPINO (Camillo) – *Principii di economia*, etc., cit.

SUPINO (David) – *Le operazione di borsa*, etc., cit.

– *Istituzioni di diritto commerciale*, etc., cit.

TEDESCHI (Avv. Prof. Felice) – *Dei contratti di borsa detti differenziali in Italia ed all' Estero*  
– Torino, 1897. – Fratelli Bocca.

THALLER – Ob. cit.

WALDMANN – Ob. cit.

(Página deixada propositadamente em branco)



## **CAPÍTULO IV**

### **DAS OPERAÇÕES A PRAZO SOBRE OPÇÕES**

#### **SUMÁRIO :**

- I. – Noções e Princípios Gerais.
- II. – Importância e Regras Próprias.
- III. – Validade e carácter jurídicos das Operações a Prémio.
- IV. – Stellage ou contrato de Dupla Opção.
- V. – Outras formas de Operações a Prémio.
- VI. – Combinação de Operações a Prémio entre si e com Operações Firmes.

#### **I. NOÇÕES E PRINCÍPIOS GERAIS**

No estudo, a que procedemos no capítulo anterior, pudemos verificar a ilimitação da responsabilidade a que se sujeitam os operadores a prazo. Em consequência das alterações dos cursos, especialmente sensíveis e rápidas em certos casos, ninguém, ao empreender uma Operação Firme a Prazo, pode precisar, sequer aproximadamente, a importância do risco em que incorre. Por isso, o uso das Operações Firmes a Prazo acha-se virtualmente inibido a todos aqueles que só podem sofrer uma perda limitada a uma quantia certa.

Para esse fim, a especulação, sempre subtil e engenhosa, inventou uma outra categoria de operações de bolsa: as Operações a Prémio, ou sobre Opções (*marchés libres au à prime, prämiengeschäft, contrattazioni a premio, calls or puts*).

Assim se acha indicado desde a origem o fim principal a que se destinam essas operações: a limitação dos riscos – porquanto permitem aos especuladores saber antecipadamente a perda a que podem ser levados, quando as cotações sigam uma marcha inversa à das suas previsões<sup>255</sup>. Fundamentalmente, porém, as Operações a Prémio não constituem uma categoria diversa das Operações a Prazo. São meras modalidades ou modificações destas últimas, e com elas formam juntamente uma das duas classes gerais em que a nossa lei divide todas as Operações de Bolsa (Cod. Com., art. 354º; Reg. das Bolsas, art. 38º).

Estas operações, sem dúvida as mais complexas de quantas se realizam na Bolsa, não são todavia de difícil definição. Podemos dizer, com GRÜNHUT, que as Operações sobre Opções são Operações a Prazo, em que uma das partes tem a faculdade de se isentar posteriormente, no todo ou em parte<sup>256</sup>, da obrigação assumida, ou somente de a modificar, mediante o pagamento de uma soma, antecipadamente determinada, em paga do direito de opção.

O pagamento desse Prémio é que constitui o elemento de fácil reconhecimento, que, de entre todas as mais, nos permite distinguir as Operações sobre Opções. Esta palavra “*prémio*” com referência mesmo a negócios de fundos, pode ter diversos significados: ora indica a mais-valia de um título, isto é, o valor desse título na cotação acima do par; ora o lucro de uma operação realizada, isto é, a diferença entre o preço de compra e o preço de revenda de um título; ora ainda a soma que, além do capital e dos juros, cabe a uma obrigação sorteada em certas formas de emissão.

Aqui, porém, o termo “*prémio*” tem um sentido totalmente diverso; indica, na verdade, o máximo de perda a que pode dar lugar esta forma especial de Operações a Prazo e, assim entendido, impossível é desconhecer a sua patente analogia com a noção, que ao mesmo termo se atribui nos Contratos

---

<sup>255</sup> N. E.: *Esta apresentação das Opções como limitadoras das perdas potenciais não é totalmente certa visto que só quem adquire um tal direito de escolha é que sofre uma perda fixa conhecida, podendo, no entanto, vir a obter um ganho muito significativo. Pelo contrário, quem vende uma Opção fica sujeito a enormes perdas potenciais se o mercado evoluir no sentido que torne vantajoso o exercício da Opção pelo seu detentor.*

<sup>256</sup> N. E.: *O caso mais elementar é de contratos em que, quem adquire a opção de escolha, exerce-a na totalidade ou não a exerce de todo. Exercícios parciais não são tradição nos contratos de Opção listados em Bolsa.*

de Seguro (conf. Cod. Com., art. 426º, § ún., nº 7, 436º, § ún., 437º, § 2º, etc.). É que, na realidade, neste caso, como no seguro, pagamos um prémio para nos livrarmos de um risco.

Em França, ao prémio pago nestas operações, chama-se mais geralmente, *dont*; entre nós é vulgar a designação francesa de *prime*.

Já dissemos também que os franceses chamam a estas operações *marcbés libres*; esta denominação exprime nitidamente a oposição que existe entre as Operações a Prémio – em que as partes<sup>257</sup> se podem eximir ao cumprimento do contrato – e as Operações Firmes – nas quais as partes são sempre obrigadas a cumprir as estipulações feitas e nunca delas se podem desligar. Porém, esta designação não é usada entre nós.

Feitas estas prévias considerações gerais, cumpre-nos apresentar seguidamente exemplos práticos de Operações a Prémio, que mais nítida tornem a sua compreensão.

Vejamus em primeiro lugar uma compra a prémio, que é a forma mais importante e vulgar de tais contratos (*prime pour livrer, varprämien, call*). Pedro especula na alta; compra, portanto, para o fim do mês, 100 Acções da Companhia Nacional dos Tabacos ao preço corrente de 104\$000 reis. Como, porém, não está absolutamente seguro da exactidão das suas previsões e quer limitar o seu prejuízo, caso elas falhem, convencionou com o seu vendedor pagar-lhe 200 reis por acção a título de prémio, obtendo em compensação a faculdade de não executar o contrato no prazo estipulado, se isso lhe convier e assim o declarar previamente.

Suponhamos que, de facto, no fim do mês, as acções desceram para 103\$500 reis; Pedro, executando o contrato, perderia 500 reis por acção, ou sejam 50\$000 reis; prefere, portanto, não cumprir o contrato e abandonar ou pagar o Prémio, no que só tem um prejuízo de 20\$000 reis. Se, pelo contrário, as acções no fim do mês se cotarem a 105\$000 reis, Pedro tem vantagem em comprar as acções, pois que as poderá revender com um lucro de 100\$000 reis.

---

<sup>257</sup> N. E.: Em rigor, num contrato de Opção só um dos lados do acordo pode não o exercer – quem comprou esse direito de escolba – porque o outro lado está amarrado ao contrato e tem de se sujeitar aos ditames do primeiro contratante. Por essa posição subordinada é que ele cobra um preço – chamado prémio – a quem adquiriu a tal liberdade de opção.

Como se vê, em virtude do prémio, o comprador adquire o direito de recusar os títulos e o pagamento do seu preço, ou ainda o pagamento da diferença, quando se trate de um contrato puramente diferencial<sup>258</sup>. É, pois, exacta a definição de compras a prémio dada por RAMBAUD:

*“São operações a prazo, nas quais o comprador pode, conquanto conserve probabilidades ilimitadas de lucro, limitar as suas probabilidades de perda, reservando-se o direito de rescindir a operação, mediante o abandono ao vendedor de uma soma determinada para cada título”.*<sup>259</sup>

Nas Operações a Prémio, o comprador é, pois, sempre um especulador na alta, que, em caso de baixa, só pode perder a importância do Prémio. Pode ganhar, portanto, em absoluto ou ilimitadamente, mas só pode perder uma quantia certa<sup>260</sup>.

Quanto à solução final da operação, podemos dizer que o comprador, tendo o direito de opção, exigirá a entrega dos títulos sempre que o curso tenha subido depois da negociação e preferirá abandonar o Prémio da negociação sempre que o curso tenha baixado. Mas, ainda fora desta fórmula geral, pode haver casos em que o operador, conquanto não aufera lucro algum da execução do contrato, opte por ele e não pelo abandono do Prémio. Com efeito, a baixa das cotações pode-se ter dado em proporções tais que a execução do contrato só traga um prejuízo igual ou inferior ao abandono do prémio.

É o que vamos mostrar, tomando por base o exemplo citado. Se no fim do mês as acções se cotarem a 103\$800 reis em vez de 104\$000 reis, como dissemos, o prejuízo do comprador será de 20\$000 reis, que é precisamente o valor do prémio a abandonar; neste caso, em geral, como as Operações a Prémio são quase sempre meras especulações, prefere-se o abandono do Prémio.

---

<sup>258</sup> N. E.: *Liquidação na maturidade da Opção pela diferença entre o preço de exercício acordado no início e o preço de mercado nessa data final.*

<sup>259</sup> N. E.: *Nesta tradução do texto francês, melhor seria dizer “uma probabilidade de lucros ilimitados” e “limitar as suas perdas prováveis”.*

<sup>260</sup> N. E.: *Por outras palavras, quem compra uma Call: ou ganha ou nunca perde, fora o prémio acordado no início. Mas quem vende uma Call: ou perde ou nunca ganha, para além do prémio combinado. O contrato da Call é pois desequilibrado entre as partes e daí o prémio como elemento reequilibrador.*

Vejamos agora o segundo caso: as acções são cotadas no fim do mês a 103\$900 reis; neste caso, da execução do contrato advém unicamente ao comprador um prejuízo de 10\$000 reis, sem dúvida preferível ao desembolso de 20\$000 reis pelo pagamento do prémio<sup>261</sup>.

Além da Compra a Prémio, há ainda a operação inversa: a Venda a Prémio (*prime pour recevoir, ruckprämien, put*), que é menos vulgar mas não deixa de ser praticada na maioria das Bolsas. Entre nós, porém, é desconhecida<sup>262</sup>.

Exemplo de Venda a Prémio: Paulo, especulador na baixa, vende para o fim do mês 100 Acções da Companhia Nacional dos Tabacos a 104\$000 reis. Receando, porém, que os seus cálculos falhem, e não podendo fazer face a graves compromissos, estipula em favor do seu comprador o pagamento de um prémio de 200 reis a troco do direito de optar entre a execução e a rescisão do contrato.

Se no fim do mês os títulos se cotarem a 109\$000 reis, Paulo perde 5\$000 reis em cada título ou sejam 500\$000 reis; usa então do direito de opção rescindindo o contrato, o que o obriga somente a pagar 20\$000 reis, importância total dos Prémios, evitando assim um prejuízo de 480\$000 reis. Se os títulos negociados tiverem, pelo contrário, baixado de cotação, valendo no fim do mês apenas 99\$000 reis, Paulo lucra com a execução da operação, pois vende cada título 5\$000 reis acima do seu valor real, ganhando 500\$000 reis.

As hipóteses especiais, que previmos para as Compras a Prazo, podem-se dar igualmente com as Vendas. Se, por exemplo, no caso citado, as acções da Companhia dos Tabacos se cotarem no fim do mês a 104\$100 reis, Paulo prefere realizar a operação, pois perde só 10\$000 reis, ao passo que pagando o prémio, perderia 20\$000 reis. Finalmente, se a cotação for de 104\$200 reis, o prejuízo será igual em ambas as soluções, e Paulo poderá escolher entre uma, e outra; sendo a venda real e séria, é natural que em tal caso prefira pagar os prémios, afim de poder conservar os títulos, e de

---

<sup>261</sup> N. E.: *Note-se que há uma ligeira diferença entre as Opções que se negociavam na nossa Bolsa no início do século xx e as actuais: enquanto hoje o prémio acordado é pago (e sempre) logo no início do contrato, nas anteriores Opções o prémio só era pago no final se a Opção não fosse exercida.*

<sup>262</sup> N. E.: *Ainda hoje as Bolsas costumam listar menos Puts do que Calls, além de que, quando se abre um mercado de Opções, só as Calls costumam começar por ser listadas, surgindo as Puts apenas quando o mercado já adquiriu alguma experiência com as Calls.*

se habilitar a liquidá-los em ocasião mais oportuna; não sucedendo assim, como geralmente não sucede, Paulo preferirá o pagamento do Prémio.

Em resumo, o Vendedor a Prémio é um especulador na baixa que, em caso de alta, renuncia à operação, pagando o Prémio, ou, em caso de baixa, obriga o seu comprador a receber os títulos negociados. A baixa posterior à negociação corresponde, pois, neste caso, à execução do contrato, e à alta corresponde a sua rescisão; como é lógico, dá-se precisamente o contrário do que sucede nas Compras a Prémio.

Analisando, porém, as posições respectivas dos contratantes nestas operações, observa-se entre eles uma manifesta desigualdade. Por um lado, um contratante que tem o direito de cumprir ou não o contrato é um verdadeiro privilegiado, isento de qualquer obrigação, que, podendo ganhar indefinidamente, só pode perder uma quantia certa. Este só lucra com a operação, dela não lhe advém dano algum, ao passo que ao seu lucro corresponde inegavelmente um prejuízo do outro contratante.

Por outro lado, vemos um contraente sujeito a um dano iminente, à discricção daquele com quem negocia, e que, podendo perder em absoluto e sem limites, só pode ganhar uma soma limitada e previamente conhecida.

Na realidade, porém, a injustiça do contrato não é tão flagrante, como à primeira vista parece. Fácil é demonstrá-lo, estudando a situação do Vendedor na compra ou do Comprador na venda a prémio.

No primeiro caso, o vendedor ou lucra o prémio em caso de rescisão do contrato, ou vende os títulos mais baratos do que poderia vender de outro modo. No segundo caso, o comprador ou recebe o prémio, ou compra mais caro do que por qualquer outro processo<sup>263</sup>.

O prémio e a diferença de cotações são na verdade os dois elementos que, compensando os privilégios reconhecidos a um contratante, remedeiam a desigualdade existente entre ele e o outro contratante. Graças a eles, a contra-parte do pagamento do prémio assegura a quem a oferece um ganho menor, mas mais certo. Só assim, de resto, se poderiam encontrar, como constantemente sucede, compradores em vendas e vendedores em compras a Prémio.

---

<sup>263</sup> N. E.: No texto original havia aqui uma troca de posições entre quem fica como comprador (através de uma opção de venda) e como vendedor (através de uma Opção de compra), o que já foi corrigido no actual texto.

A um destes dois elementos – o prêmio – já anteriormente nos referimos; cumpre-nos agora tratar do segundo elemento, – a diferença entre os cursos a prazo e a prêmio – a que os franceses chamam *écart* e a que, por comodidade de terminologia, chamaremos simplesmente diferença de curso.

A exigência de um preço mais caro, quando a Compra é feita a Prêmio, do que quando é feita Firme a Prazo, é de fácil justificação por parte do Vendedor<sup>264</sup>: como lucro, o vendedor só pode ter o recebimento do prêmio e ao mesmo tempo fica sempre sujeito a qualquer perda; tem de se precaver para a execução da operação que lhe pode ser imposta, e todavia sujeita-se, dispondo dos títulos, a ter de os conservar sem efectuar a sua venda. No decurso do prazo da operação, alegará naturalmente o vendedor, podia vender os seus títulos com segurança e assim, impedido de aproveitar as boas ocasiões que se lhe ofereçam pela ameaça de efectuação do negócio pendente, pode por último ver-se forçado a guardar os títulos ou a vendê-los com grave prejuízo.

Paralelamente, a Venda a Prêmio tem de ser sempre mais barata por parte do vendedor. Com efeito, o comprador só ganha recebendo o prêmio e sujeita-se a uma perda ilimitada na execução do contrato; ora, quanto mais baixo for o preço da venda, mais probabilidades há de que sobrevenha uma alta que, levando o vendedor a não consignar os títulos, o faça optar pelo pagamento dos Prêmios. Deste modo, bem se compreende que os compradores nas vendas a prêmio procurem sempre obter os títulos pelo curso mínimo possível abaixo do curso geral das Operações a Prazo.

Como se vê, graças à diferença de curso, o contraente que recebe o prêmio, vê o seu prejuízo muito reduzido em caso de execução da operação, porquanto o preço fixado é intermédio entre o curso a prazo geral ao tempo da operação, e o mesmo ao tempo da execução, ou seja mais alto (na Compra a Prêmio), ou seja mais baixo (na Venda a Prêmio). Em caso de rescisão, o contraente que recebe o Prêmio, lucra a importância deste, e assim, descontando-o da importância dos títulos, pode por vezes vendê-los mais caros ou comprá-los mais barato, conforme os casos.

---

<sup>264</sup> N. E.: *Por esta parte do texto fica-se com a ideia de que, na época, os preços de exercício eram negociados entre as contra-partes de uma Opção e não que a era a Bolsa que pré-definia uma sequência de possíveis preços de exercício. Hoje só o valor do prêmio é negociável entre as partes, sendo certo que esse prêmio depende do preço de exercício por elas escolhido.*

Por exemplo, numa compra, Paulo vendeu 100 Acções da Companhia dos Tabacos a 104\$000 reis, sujeitando-se à rescisão do contrato mediante o Prémio de 200 reis; à data da estipulação, a cotação a prazo firme correspondente era de 102\$000; no fim do mês, cotando-se as acções a 101\$000 reis, a comprador abandonou o Prémio, de modo que Paulo recebeu 20\$000 reis; imputando esta soma no preço de venda, que lhe teria sido possível obter à data da estipulação do contrato, se este fosse a prazo firme, temos  $102\$000 - 2\$000 = 100\$000$  reis.

Este é o preço pelo qual Pedro podia realizar a venda depois do abandono do Prémio, em circunstâncias iguais àquelas em que poderia ter vendido antes de estipular a Operação a Prémio. Como, porém, de facto, nessa data os títulos se cotam a 101\$000 reis, Paulo pode vendê-los a esse preço, lucrando 1\$000 reis em cada um. Vemos, pois, como, graças ao Prémio e à diferença de preços, a operação se pode ainda tornar preferível a uma Operação Firme, mesmo para a parte que só recebe o Prémio.

Como é natural, dada a sua concorrência para um fim comum, a importância da diferença do curso e a importância do Prémio variam na razão inversamente proporcional. Sendo menor o Prémio, menos probabilidades tem de lucrar o contraente que o recebe, e já por isso seria natural que ele vendesse mais caro ou comprasse mais barato. Mas ainda outra razão contribui para a flutuação oposta das duas importâncias; não se trata só da importância a receber, trata-se ainda da maior ou menor probabilidade de a receber. Com efeito, quanto mais acima do curso a prazo firme estiver o curso a prémio, menos probabilidade há de uma alta das cotações além do preço marcado no contrato, menos probabilidades há pois que o pagador de Prémio lucre com a execução da venda e assim mais probabilidades há de que o abandono de Prémio se faça em favor do vendedor. Tendo mais certeza em receber o lucro do Prémio, natural é que o vendedor se contente com um preço menor<sup>265</sup>.

Exemplifiquemos para maior clareza. Se as acções da Companhia dos Tabacos se cotarem a 104\$000 reis nas Operações a Prazo Firme e forem vendidas numa Compra a Prémio por 105\$000 reis, a operação realizar-se-á mais facilmente do que se se tivesse vendido a 106\$000 reis, porque a alta

---

<sup>265</sup> N. E.: O autor explica aqui a dependência do prémio da probabilidade de exercício final da Opção e como é que o preço de exercício afecta a dimensão desse mesmo prémio.



atingirá mais depressa a primeira cotação do que a segunda. No primeiro caso, como o vendedor tem menos probabilidades de lucros, o prêmio será mais elevado, pedirá por exemplo 250 reis, ao passo que com o segundo preço ter-se-ia contentado com um prêmio de 200 reis.

De modo inverso, o mesmo se dá na Venda a Prémio, como é fácil de imaginar, invertendo as razões apresentadas<sup>266</sup>.

A diferença de curso está sujeita, quanto às suas variações, à lei da oferta e da procura. Assim, quando, por exemplo, o receio de alguma tempestade política torna mais prováveis e mais incertas as alterações dos cursos, aumenta o número de operadores a prêmio e, portanto, a procura faz elevar as cotações a prêmio dos títulos acima das cotações simples a prazo. Se, pelo contrário, reina uma calma absoluta na atmosfera política e financeira, há menos probabilidades de flutuações de cursos, menos procura de negócios a prêmio e por consequência a diferença diminui.

Também esta diferença decresce à medida que se vai aproximando a data da liquidação ou propriamente da resposta dos prêmios: pois, quanto menor for o prazo durante o qual um dos contratantes está sujeito a uma perda ilimitada, menor é o seu risco e mais facilmente ele se contentará com um preço menos favorável<sup>267</sup>.

Nas Bolsas, em que se fazem muitas Operações a Prémio, e designadamente nalgumas Bolsas alemãs, a diferença de curso é cotada especialmente e em separado no Boletim Oficial.

## II. IMPORTÂNCIA E REGRAS PRÓPRIAS

As operações de Bolsa a prêmio são de uso muito geral em todos os países, o entusiasmo da especulação e a esperança de conseguir por meio

---

<sup>266</sup> N. A.: Para não alongarmos demasiada e fastidiosamente o nosso trabalho, limitamo-nos a fazer referências e a apresentar exemplos para as Compras a Prémio, por serem mais vulgares do que as Vendas. Da exposição que fizemos fácil será, de resto, inferir as regras e princípios aplicáveis a estas, as quais analisaremos em especial, quando diverjam daquelas.

<sup>267</sup> N. E.: *Quanto menos tempo houver para as cotações de mercado evoluírem para cima ou para baixo, mais difícil será obter grandes ganhos com uma Opção pelo que o prêmio equilibrador será menor.*

delas realizar um lucro sem o menor desembolso de dinheiro ou de títulos – pelo recebimento do Prémio – tornam-nas muito frequentes.

Segundo alguns autores, não pode haver dúvida de que estas operações têm sempre um carácter fictício, porquanto a faculdade de rescisão que as caracteriza mostra bem que o único intento do que paga o prémio é especular, e igual conclusão se tira para o outro contraente da incerteza em que ele se vai sujeitar a permanecer. Segundo estes autores, as Operações a Prémio só têm em vista o pagamento ou o recebimento de diferenças nas cotações; enfim são sempre contratos diferenciais.

Não nos parece inteiramente exacta esta doutrina, a que outros autores opõem testemunhos tirados da prática comercial, evidenciando que o número de Operações a Prémio efectivas é superior ao número das Operações a Prazo da mesma natureza. As operações são empreendidas a prémio, em regra, por especuladores hesitantes acerca da marcha favorável dos cursos, mas de tal facto não se pode concluir que elas levem menos vezes do que as Operações Firmes a Prazo à entrega efectiva de títulos e de dinheiro.

A Venda a Prémio é que assume mais frequentemente o carácter de mera especulação. Na Compra a Prémio há até uns casos em que se manifesta claramente por parte de um dos contratantes a intenção real de efectuar a operação; com efeito, aqui a venda é realizada muitas vezes por indivíduos possuidores dos títulos negociados e dispostos a entregá-los, mas que antes disso procuram valorizá-los, recebendo os prémios que os compradores lhes abandonem. Demais, a verdade é que uma Operação a Prémio nunca pode ser equiparada a uma simples aposta; se se executa pode levar, como qualquer outra operação a prazo, à entrega de títulos e de dinheiro; ainda que seja rescindida, tem sempre uma execução parcial, que consiste no pagamento do Prémio.

As Operações a Prémio são muito perigosas quando feitas a descoberto<sup>268</sup>, porque, a troco de uma esperança de um lucro limitado, pode uma parte sujeitar-se a um prejuízo enorme, tendo de comprar na praça os títulos vendidos na ocasião da liquidação e seja qual for o preço da sua cotação. Mas, apesar desses perigos, a maioria de tais contratos é feita a descoberto.

---

<sup>268</sup> *N. E.: Ou seja, vender uma Call sem ter os títulos subjacentes para os entregar se essa opção for exercida, ou vender uma Put sem ter o dinheiro necessário para comprar os valores subjacentes se a mesma for exercida.*

Legalmente, como já dissemos, as Operações a Prémio incluem-se na categoria geral das Operações a Prazo e portanto estão sujeitas às mesmas regras. Tudo quanto foi dito acerca da duração dos prazos, dos lotes de títulos, das liquidações, etc., nas Operações a Prazo, tem igual cabimento nas Operações a Prémio. Claro é, porém, que há algumas especialidades, estabelecidas pela prática e pela lei, de que nos cumpre agora tratar.

Nas Operações a Prémio as ordens de Bolsa são dadas ao melhor, a um curso fixo ou limitado ou indicando a diferença do curso que se exige. A designação do curso médio, do primeiro curso ou do curso de encerramento, em parte alguma são usadas para tais operações.

Segundo a nossa lei, as Operações sobre Opções ou Prémios (*primes*) serão tratadas na mesma hora destinada para as Firmes a Prazo, isto é, das 4 horas às 5 (Reg. das Bolsas, art. 31º), sendo distintamente apregoado o preço do Firme e o das Operações sobre Prémios (Reg. das bolsas, art. 42º).

O prémio é fixado para cada título e varia sempre de um para o outro. Em princípio, o prémio deve variar nos diversos títulos, conforme a grandeza das flutuações a que cada um dos seus respectivos cursos estiver sujeito<sup>269</sup>, mas na prática o jogo da oferta e da procura modifica sensivelmente esta regra teórica. Em épocas de perturbação e de crise os prémios são sempre mais elevados. Em Inglaterra o prémio é fixo e determina-se pela soma de uma quantia uniforme, correspondendo propriamente ao prémio, e do reporte fixado para cada liquidação.

O prémio pode ser pago no momento da estipulação do contrato ou só no momento em que se decide a sua não execução. A data do pagamento fica livremente à escolha dos contratantes, mas é geralmente marcada só para o momento da liquidação<sup>270</sup>.

O pagamento pode fazer-se separadamente ou ser atendido no preço da operação. Como é intuitivo, a segunda forma usa-se quando o pagamento é feito na data da liquidação; tendo, porém, sido feito antecipadamente

<sup>269</sup> N. E.: Isto é, dependendo do que hoje chamamos volatilidade:

<sup>270</sup> N. E.: A tradição actual é de o adquirente do direito de opção pagar o valor do prémio de cada contrato no dia da sua negociação em Bolsa ou no mercado OTC. E este prémio é pago sempre, mesmo que não ocorra desistência da compra (ou da venda) no final. Note-se que pagar esse prémio mais tarde corresponde apenas a pedir um empréstimo igual a esse prémio e pela duração do contrato de opção.

e executando-se a operação, a sua importância desconta-se no preço da compra ou acresce ao da venda.

474

Em Inglaterra o Prémio é pago sempre, quer a operação seja rescindida, quer não. Entre nós, como em França e na grande maioria das Bolsas, só se paga em caso de inexecução<sup>271</sup>. Quando se renuncia à operação e se paga o prémio diz-se: “*que houve abandono do prémio*”. Quando se executa a operação diz-se: “*que o operador pediu a operação, que a operação está pedida*”.

Em França, indica-se abreviadamente o prémio a pagar por cada título, fazendo seguir o número que exprime o seu preço da fixação numérica do prémio e separando-os por um risco vertical. Assim, títulos públicos franceses de 3 %, cotação 100/50 ou 100/1: 100 – preço do título, 50 c. ou 1 fr. – prémio a pagar. Entre nós, também na prática corrente da Bolsa se usam iguais abreviaturas.

A Operação a Prémio fica incerta ainda depois da estipulação; há-de pois haver um momento em que a operação se consolide ou se rescinda. Esse momento, que necessariamente precede a liquidação das Operações a Prazo, chama-se “*a resposta dos prémios*”. Segundo dispõe a nossa lei, a resposta dos prémios será dada dois dias antes da liquidação<sup>272</sup> para que tenham sido ajustados, durante o prazo de uma hora destinado para as Operações a Prazo (Reg. das Bolsas, art. 43°).

Nalgumas Bolsas a resposta dos prémios faz-se tacitamente. No dia marcado procede-se à determinação dos cursos e de harmonia com eles presume-se a intenção dos contratantes; podem estes, porém, opor-se a essa presunção por uma declaração expressa em contrário. Quando se possa indiferentemente optar pela rescisão ou pela inexecução do contrato é que é necessária a declaração do interessado, mas há falta dela entende-se que abandonou o prémio e considera-se este desde logo adquirido à outra parte. Esta resposta tácita é também usada nas nossas Bolsas; só quando há pequenas diferenças entre a execução e a rescisão da operação é que os Corretores costumam consultar os interessados.

---

<sup>271</sup> N. E.: Esta é outra diferença para as Opções actuais em que o prémio é pago como preço da aquisição do direito de escolha. Um pagamento do prémio só quando a opção não é exercida obrigará a que este seja maior.

<sup>272</sup> N. E.: Aparentemente, a maturidade das Opções verificava-se em datas que antecediam 2 dias a respectiva liquidação se fosse esse o caso, e as Opções eram do tipo europeu (exercício apenas no último dia de vida).

Logo que na resposta dos prémios o especulador opte pela execução da operação, esta fica em tudo equiparada às Operações Firmes a Prazo. A resposta dos prémios constitui em última análise o primeiro acto da liquidação das Operações sobre Opções.

A resposta dos prémios baseia-se unicamente, como se deduz do que já dissemos, nos cursos existentes, mas por sua vez influi neles. Com efeito, se é decidida a execução das operações, muitos vendedores, que negociaram a descoberto, afluem à Bolsa para adquirir os títulos de que carecem e assim fazem subir a sua cotação; se, pelo contrário, se dá o abandono dos prémios, muitos vendedores prudentes, que tinham em seu poder os títulos negociados, precisam vendê-los e conseqüentemente promovem uma baixa de cotações. Este facto é tão conhecido que os grandes especuladores, que bem se podem chamar os dirigentes da Bolsa, procuram sempre actuar na resposta dos prémios, para depois, por meio dela, influírem indirectamente nas oscilações dos cursos.

Como são Operações a Prazo e como se ignora se se converterão em Operações Firmes, é claro, que os Corretores exigem caução para as Operações a Prémio. Mas, como a perda do Prémio limita a responsabilidade do contratante, a caução não deverá exceder a sua importância<sup>273</sup> e deve variar proporcionalmente a ela. De resto aplicam-se neste ponto os princípios já expendidos a propósito das Operações Firmes a Prazo.

### III. VALIDADE E CARÁCTER JURÍDICOS DAS OPERAÇÕES A PRÉMIO

Nenhuma dúvida pode haver acerca da validade jurídica de uma operação de Bolsa a prémio. Fundamentalmente, com efeito, ela não é mais do que uma Operação a Prazo, isto é, do que um contrato de compra e venda a termo, ao qual acresce, em favor de uma das partes e em troca de uma prestação suplementar, uma vantagem especial. Em si mesmo, ninguém

---

<sup>273</sup> N. E.: Esta responsabilidade finita só é verdade para o lado que adquire o direito da Call ou da Put – o prémio pago –, já que quem as vende fica exposto a enormes perdas para as quais o prémio é apenas uma compensação média. Portanto, as Bolsas costumam pedir o depósito de uma margem a estes contratantes expostos ao risco de volatilidade dos preços, e em adição ao prémio recebido da contraparte.

pode negar que este contrato é lícito; é um contrato cujo risco se limita, em que as partes estão precavidas contra as perdas possíveis e em que para elas a vantagens diferentes correspondem obrigações correlativas; ora, tudo isso cabe evidentemente dentro das normas da legislação contratual.

É certo que alguns autores têm propugnado a proibição destes contratos, segundo eles, de abusiva agiotagem. Sem dúvida podem resultar abusos deste contrato, como de qualquer outro, mas, em geral, não oferece inconveniente algum e até tem a vantagem de sujeitar as partes a riscos menos graves. De resto, não é agora ocasião azada para encararmos o problema sob o seu aspecto teórico, e quanto ao aspecto legal nenhuma contenda se pode suscitar acerca da validade destes contratos, que a nossa lei expressamente regula (Reg. das Bolsas. art. 42º e 43º). Assente pois a incontestável validade destes contratos, cumpre-nos seguidamente precisar o seu carácter jurídico.

No estudo desta questão, que as divergências de notáveis jurisconsultos tornam especialmente embaraçosa, consideraremos simplesmente, para comodidade de exposição, as Compras a Prémio, porquanto é evidente que o que acerca destas concluirmos terá igual aplicação às Vendas a Prémio. Distinguiremos no estudo deste problema as seguintes teorias:

- a) Teoria do seguro;
- b) Teoria da promessa de compra e venda com entrega de sinal;
- c) Teoria da cláusula penal<sup>274</sup>;
- d) Teoria da condição potestativa;
- e) Teoria da condição suspensiva;
- f) Teoria da condição resolutiva;
- g) Teoria da prestação com alternativa.

#### a) Teoria do seguro

Para alguns autores, como THÖL, há manifesta analogia entre um contrato de seguro e a cláusula acessória que caracteriza as Operações a Prémio e

---

<sup>274</sup> N. E.: No texto original esta alínea c) não aparece aqui listada embora a correspondente visão penal seja tratada mais adiante. Por isso, incluímos esta alínea nesta listagem inicial.

as distingue das Operações Firmes a Prazo. O prémio é na verdade igual no fim e na sua natureza em ambos os casos. Nestas operações procura-se por meio dele uma garantia eficaz contra as eventualidades de uma cotação desfavorável; em resultado dessa prestação suplementar, a parte contrária, ao dar-se o evento desfavorável, substitui-se ao pagador do Prémio.

Portanto, há aqui uma compra e venda, a que acresce um contrato de seguro. A liberdade concedida a uma das partes sujeita a outra a um risco e, por isso, ela recebe uma certa garantia. Depois, pode aquele que deu o Prémio escolher a execução ou inexecução do contrato, os direitos dos contratantes são os mesmos em qualquer dos casos.

De modo algum podemos aceitar esta doutrina. No contrato de seguro paga-se um prémio, afim de que, sucedendo um dado evento, se execute o contrato; no contrato sobre Opções paga-se um prémio unicamente para impedir a realização do contrato. No primeiro caso, paga-se o prémio sempre, quer o contrato se execute, quer não; no segundo caso, só se paga quando não seja executado<sup>275</sup>. E, como estas, muitas outras diferenças e até oposições manifestas poderíamos apontar.

#### b) Teoria de promessa de compra e venda com entrega de sinal

Segundo alguns, a estipulação de uma Operação a Prémio equivale simplesmente a uma promessa de compra e venda; depois paga-se um prémio, que é o mesmo que dar um sinal, e em caso de inexecução do contrato, perde-se o prémio, como em igual hipótese se perde o sinal (conf. Cod. Civ., art. 1548°). Do mesmo modo que há a faculdade de não cumprir a promessa de compra e venda perdendo o sinal passado, tem nas Operações sobre Opções aquele que paga o prémio o direito de rescindir o pacto firmado.

Repudiamos também esta pretensa analogia. Na promessa de compra e venda ambas as partes têm o direito de se eximir ao seu cumprimento, uma perdendo o sinal dado, outra restituindo em dobro o sinal recebido (Cod. Civ., art. 1548°); nas Operações a Prémio só um dos contraentes pode

---

<sup>275</sup> N. E.: Recorde-se que no modelo habitual das Opções modernas o prémio é sempre pago, com ou sem exercício da Opção.

rescindir a operação. Além disso, o sinal é sempre passado no momento em que se faz a promessa; ao passo que nos contratos de Bolsa a Prémio este em muitos casos só é pago no momento da liquidação.

Pode-se, porém, admitir uma Operação a Prémio, em que as partes estipulem a recíproca faculdade de rescisão mediante o pagamento do prémio ou a sua restituição em dobro. Neste caso, em virtude dessa convenção especial, poder-se-á alegar fundadamente a identidade entre a operação e uma promessa de compra e venda com sinal e sujeitar aquela às regras de direito comum aplicáveis a esta. Simplesmente, essa não é a forma normal das Operações a Prémio e só a esta nós temos que atender.

### c) Teoria da cláusula penal

Como é sabido, podem as partes estipular livremente num contrato uma cláusula penal (conf. Cod. Civ., art. 673º e seg.) ou, por outras palavras, têm o direito de fixar antecipadamente a indemnização que uma delas terá de pagar à outra, quando não execute o contrato. Ora, dizem alguns, é precisamente o que se dá nas Operações a Prémio, em que se fixa a importância de uma soma a pagar em caso de inexecução da operação. Deste modo, uma Operação a Prémio não é mais do que uma Operação Firme a Prazo adicionada de uma cláusula penal.

Afigura-se-nos improcedente esta doutrina. A cláusula penal só tem aplicação, quando uma das partes não cumpre uma obrigação que assumiu; procedendo assim cometeu um acto ilícito, de que resultou para a outra parte um prejuízo ilegítimo e portanto o direito a uma reparação. Nada disso sucede nas Operações sobre Opções em que o prémio é devido mesmo que se cumpra o contrato.

Com efeito, uma Operação a Prémio admite duas soluções; ambas igualmente legítimas: ou a realização da compra e venda ou a rescisão dela mediante o pagamento de um Prémio. Portanto, o Prémio não representa a indemnização devida pela inexecução do contrato, é apenas uma prestação estipulada no contrato e que tem lugar numa determinada forma de execução dele.

Em resumo: num caso, há um facto ilícito e a sua reparação; noutro, o exercício de um direito e a prestação correspondente.



#### d) Teoria da condição potestativa

Os autores adversos à permissão das Operações a Prémio pretendem ver na concessão da faculdade de rescisão a troco do pagamento de um Prémio a estipulação de uma condição potestativa, isto é, dependente do facto daquele que se obrigou condicionalmente. A admissão desta doutrina levaria a anular, segundo a maioria das legislações, a estipulação condicionada, que o mesmo é dizer à impossibilidade de se realizarem Operações a Prémio.

Não nos parece admissível esta teoria. A condição potestativa pode depender só da vontade de uma das partes ou dessa vontade e de um facto casual. No primeiro caso, quando, por exemplo, se diz no contrato: “*Eu comprarei a Paulo se quiser*”, a estipulação é nula. No segundo caso, a estipulação é válida e é esse precisamente o caso presente.

Para que haja livre exercício da vontade duma parte é necessário que a ela não corresponda sanção alguma; ora nas Operações sobre Opções o exercício do direito de rescisão reconhecido a uma das partes importa um sacrifício, o pagamento do prémio, a sujeição ao que alguns chamam a cláusula penal. Há pois uma sanção para o caso de se exercer a vontade de um dos contratantes num determinado sentido e tanto basta para que não exista a plena liberdade de opção.

Sem risco de errar, poderemos mesmo ir mais longe e afirmar categoricamente que a realização da operação ou a sua rescisão não dependem realmente de um facto voluntário de uma das partes. O que determina a opção num sentido ou noutro é a subida ou descida das cotações e ninguém pretenderá que elas dependem das partes, podendo estas promovê-las ou impedi-las. Afirmando também que é só aparente a liberdade de escolha concedida em tal caso às partes, escreve VIDARI:

*“Ele (o comprador), de facto, se não se quer prejudicar, não pode pedir a rescisão do contrato, senão quando os títulos tenham naquele momento um valor mais baixo do que o que tinham ao tempo da estipulação. Ora, como tal baixa não é obra do comprador, mas sim das condições do mercado, a que ele tem de estar sujeito, resulta bem claro que isso constitui precisamente aquele acontecimento futuro e incerto em que consiste a condição e que a*

*faculdade de rescindir o contrato está necessariamente subordinada (senão em princípio, por certo na prática) a um facto que o comprador não pode impedir ou eliminar”.*

Acresce ainda que condição potestativa a rigor é aquela de que depende a própria existência da obrigação, ao passo que no caso presente só lhe pode estar subordinada a execução dela.

Enfim, a falsidade desta teoria, que conclui por declarar ilícitas as Operações a Prémio, é atestada pelo testemunho concorde das leis e da prática do comércio de quase todos os países, que autorizam o seu uso. Assim sucede designadamente entre nós, tanto no referente à prática, como pelo que respeita à legislação especial das Bolsas.

#### **e) Teoria da condição suspensiva**

Para alguns autores, as Operações a Prémio constituem contratos de compra e venda sob condição suspensiva. Com efeito, dizem, a compra e venda só se torna efectiva, quando o comprador se pronuncia pela sua execução de preferência à rescisão do contrato.

Conquanto superior a qualquer das que atrás foram expostas, não nos parece todavia que esta teoria seja ainda absolutamente satisfatória. Em princípio, a compra e venda está perfeita e a sua execução não depende de condição alguma; simplesmente pode haver um facto que obste à sua execução. Não se trata pois de um facto necessário para a efectuação da compra e venda, que é a solução por assim dizer normal da operação estipulada, mas sim de um facto possível, que produza em consequência o não cumprimento do contrato. Portanto, a execução não fica dependente de uma condição suspensiva, mas sim sujeita a uma condição resolutiva.

A presunção do abandono do prémio, e portanto da rescisão da operação, que resulta do silêncio do comprador na resposta dos prémios<sup>276</sup>, segundo o uso de algumas praças, contribui talvez para inspirar os defensores desta teoria. Mas o mesmo não pode suceder entre nós, onde tal uso é desconhecido.

---

<sup>276</sup> N. E.: *Momento final em que os detentores dos direitos de opção declaram se exercem ou não os contratos. Ver acima ponto II deste Capítulo.*

## f) Teoria da condição resolutiva

A noção de condição resolutiva é-nos dada pela seguinte disposição do Código Civil:

*“Se o contrato for feito com a condição de que, desde certo facto ou acontecimento, se haverá por desfeito, verificada a condição, será cada um dos contraentes restituído aos direitos que tinha no momento do contrato, se outra coisa não tiver sido estipulada”* (art. 680º).

Como se vê, esta noção é rigorosamente aplicável às Operações a Prémio.

O contrato – a compra e venda – foi feito com a condição de que, desde certo facto ou acontecimento – a declaração do comprador e o pagamento dos Prémios ou, em última análise, a baixa das cotações – se haveria por desfeito – rescindir-se-ia a compra e venda dos títulos negociados. Cada um dos contraentes será restituído aos direitos que tinha no momento do contrato – isto é, o vendedor poderá dispor livremente dos títulos e o comprador do dinheiro que destinava ao pagamento do seu preço, precisamente como podiam fazer à data da estipulação do contrato.

É certo que não se regressará inteiramente ao estado anterior, pois sempre terá havido o pagamento do prémio, mas nenhuma incompatibilidade legal se opõe a que tal suceda. Pelo contrário, o artigo 680º, estatuindo o regresso ao *status quo*, antes expressamente ressalva a hipótese “de outra coisa ter sido estipulada”, que é precisamente o que aqui sucede.

De resto, a obrigação principal que constitui realmente o objecto do contrato, ou seja a entrega dos títulos e do seu preço, não foi executada em virtude de um facto superveniente e tanto basta para que esta operação não possa deixar de ser incluída na categoria genérica dos contratos sob condição resolutiva.

Poder-se-á ainda objectar que a condição resolutiva só se refere ordinariamente a contratos perfeitos e que neste caso se trata de uma convenção imperfeita, a qual só se torna perfeita no fim do prazo estipulado. Mas nada impede que a condição resolutiva seja aplicada a contrato imperfeitos, antes a generalidade da disposição legal implicitamente o admite.

Concluiremos, pois, que as Operações a Prémio devem ser juridicamente consideradas como contratos de compra e venda sob condição resolutiva.

### g) Teoria da prestação com alternativa

Segundo alguns juristas, a Operação a Prémio representa um contrato alternativo. O comprador pode: ou pagar o prémio e rescindir o contrato, ou pagar o preço dos títulos e executá-lo. Reciprocamente, o vendedor ou renuncia ao contrato, recebendo em troca o prémio, ou o cumpre, entregando os títulos e recebendo o seu preço. As partes podem escolher uma ou outra forma de prestação, mas têm obrigatoriamente de cumprir uma delas, podendo a isso ser coagidas pelos tribunais.

Não é inexacta esta doutrina e, sem dúvida, nas Operações a Prémio há uma alternativa. Simplesmente a alternativa não é entre uma de duas prestações, mas sim entre a execução ou inexecução do contrato. Ora esse não é evidentemente o sentido, que o nosso Código atribui aos contratos alternativos (Cod. Civ., art. 733º e seg.).

Reconhecendo pois o carácter alternativo, que em princípio assiste a estas operações, entendemos, porém, que não podem ser incluídos na categoria de contratos a que a lei atribui em especial essa designação. São contratos alternativos, na significação vulgar desse termo, mas não na sua acepção jurídica.

## IV. *STELLAGE* OU *CONTRACTO DE DUPLA OPÇÃO*

Tendo estudado as formas mais simples e mais típicas das Operações a Prémio, as únicas que entre nós se praticam, trataremos agora de algumas outras mais complexas e mais raras. Uma delas sobretudo, pela sua maior generalidade, merece a nossa atenção, e por isso a ela nos referiremos em separado e com maior largueza.

Essa Operação a Prémio é a *Stellage*, *Stellgeschäft* dos alemães, *Straddle* dos ingleses, a que podemos chamar “Operação de Dupla Opção ou de dupla faculdade”.<sup>277</sup>

---

<sup>277</sup> N. E.: Nos mercados actuais existem duas posições contratuais similares que encaixam nesta descrição geral de *stellage*: a compra (ou venda) simultânea de uma *Call* e uma *Put* sobre o mesmo subjacente, com a mesma maturidade e o mesmo preço de exercício – um *Straddle* – e a compra (ou venda) simultânea de uma *Call* e uma *Put* sobre o mesmo subjacente, com a mesma maturidade, mas em que a *Call* tem um preço de exercício um pouco maior do que o da *Put* – *Strangle*.

Em França é desconhecida, mas pode-se obter o fim a que ela se destina, pela realização em separado de duas Operações a Prémio. Mas, em tal caso, para que se reconheça a unidade e solidariedade das duas operações, é necessário, segundo a jurisprudência francesa, que ambas tenham sido feitas contemporaneamente e que se mostre claramente não ter sido intenção das partes considerá-las independentes. Nas nossas Bolsas não há operação nem combinação nenhuma que possam ser assimiladas ao Contrato de Dupla Opção.

A Operação sobre Dupla Opção é aquela em que uma das partes adquire o direito de comprar ou vender à outra, à sua escolha, mas dentro de um prazo determinado, uma certa quantidade de uma dada qualidade de títulos. Por um lado, portanto, temos um contratante que é obrigado, dentro de um certo prazo, a consignar os títulos ou a receber o seu preço; por outro lado, um contratante que tem o direito de escolher entre as duas prestações.

Se assim fosse simplesmente, era manifesta a injustiça e a desigualdade da relação bilateral; porém, outras cláusulas estabelecidas em favor do que fica sujeito à decisão alheia estabelecem a necessária compensação.

Em regra, há uma diferença de preços entre a compra e a venda que podem ser preferidas, sendo o preço da venda inferior ao da compra. E não só há diferença entre os dois preços do contrato, como ainda entre qualquer deles e os preços correntes à data da estipulação; isto é, quando se realiza o contrato, se há compra, o comprador paga sempre um preço superior ao da cotação da bolsa, se há venda, o vendedor satisfaz-se com um preço inferior ao da mesma cotação. Numa palavra, nos Contratos de Dupla Opção a compra é sempre mais cara e a venda mais barata do que nas simples operações de Bolsa concluídas em igual data.

O que tem a faculdade de opção chama-se comprador de *stellige* e o outro contratante vendedor de *stellige*, seja qual for a solução da operação. É muito conveniente esta precisão de significação dos dois termos, porquanto, graças a ela, como veremos, simplifica-se sensivelmente a exposição desta intrincada matéria.

De harmonia com o método sempre por nós seguido, apresentaremos, para mais fácil compreensão, um exemplo de um Contrato de Dupla Opção. As acções da Companhia dos Tabacos estão cotadas a 90\$000 reis, Pedro

negocia 100 acções por meio de um Contrato de Dupla Opção, em que se compromete a declarar, no prazo de um mês, se as compra ou se as vende, obrigando-se a fazê-lo no primeiro caso ao preço de 100\$000 reis e no segundo caso ao preço de 85\$000 reis. Há pois uma Compra a Prémio e uma Venda a Prémio; na primeira a diferença de cursos é igual a 10\$000 reis e na segunda a 5\$000 reis. Ainda nestas operações, é por vezes exigido o pagamento suplementar de um prémio<sup>278</sup>.

De um modo geral, pode-se dizer que assim sucede nos países em que, como na Inglaterra, a execução efectiva das operações não dispensa o pagamento de Prémio nas operações simples. Portanto, entre nós, ainda que se fizessem Contratos de Dupla Opção, não deveria ser neles exigido prémio algum.

O uso destas operações funda-se na dúvida, por parte do que se sujeita à opção, acerca da orientação que seguirão as alterações dos cursos, acompanhada, porém, da certeza de que não excederão certos limites num ou noutro sentido. Com efeito, no Contrato de Dupla Opção a solução a adoptar consiste em escolher, de entre uma compra e venda combinadas, a compra, rescindindo a venda, ou em preferir a venda, rescindindo a compra. Quanto à determinação de qual das duas soluções será preferível, basta aplicar a regra geral: se os cursos subirem é preferível a compra, se descerem é preferível a venda. Importa, porém, determinar a medida da alta ou da baixa das cotações para avaliar do êxito da operação. Se, no exemplo citado, os cursos subirem a 102\$000 reis ou mais, ou descerem a 84\$000 reis ou menos, lucra o comprador; se não atingirem essas cifras, ficando, por exemplo, a 95\$000 reis ou a 88\$000 reis lucra o vendedor, que realiza o seu negócio por um preço mais favorável do que lhe seria possível obter numa simples Operação a Prazo.

O preço médio entre o afastamento dos dois cursos é que marca o prejuízo máximo do comprador; no caso presente é o preço de 92\$500 reis. A esse preço, em caso de compra ou de venda, há sempre uma perda de 7\$500 reis; subindo mais, por exemplo, a 93\$000 reis, já há vantagem em realizar a compra, pois o prejuízo é só de 7\$000 reis e seria de 8\$000 reis efectuando-se a venda; se descer mais, por exemplo, a 92\$000 reis, dá-se

---

<sup>278</sup> N. E.: Nos mercados actuais não se negocia o preço de exercício e o prémio – que é sempre pago e à cabeça – é que traduz todo o custo da volatilidade existente.

precisamente a inversa. Deste modo, é evidente que, quando a cotação tenha atingido o preço médio entre os dois cursos previstos no contrato, o comprador de *stellage* pode optar indiferentemente pela compra ou pela venda.

O vendedor, que tem dúvidas acerca das oscilações dos cursos, é que lucra principalmente com a realização de um contrato de *stellage*, pelo qual garante a si mesmo o recebimento de um preço superior ou o pagamento de um preço inferior ao do mercado à data da estipulação. De resto, quanto menor for a mudança dos cursos desde a data da operação, mais provável será o ganho do vendedor.

Para o comprador aplica-se sempre a regra geral; convém-lhe exigir a entrega dos títulos em caso de alta, convém-lhe impô-la em caso de baixa. Simplesmente, para que lucre, é indispensável que se dê uma oscilação sensível das cotações.

Como se vê nestas operações há dois momentos: o primeiro para optar entre a compra e a venda e o segundo para a execução das operações preferidas; entre as duas decisões decorre habitualmente um prazo de 15 dias.

Exposta assim, o mais claramente que nos foi possível, a noção do *stellage*, cumpre-nos entrar na análise do seu carácter jurídico. Confrontando este contrato com uma Operação a Prémio simples, notamos logo no primeiro as seguintes diferenças: importa a fixação de dois preços<sup>279</sup> independentes e sucessivos e não envolve o direito de rescindir a operação.

Analisando superficialmente o Contrato de Dupla Opção, parecer-nos-á ver nele um contrato sujeito a uma condição suspensiva; antes da opção, as obrigações dos contratantes são incertas e meramente eventuais, mas feita a escolha, fica cada um deles obrigado a entregar os títulos ou a pagar o seu preço. A opção é pois a condição que vem tornar efectiva a obrigação.

Mas, se considerarmos mais atentamente e nas suas diversas fases, o Contrato de Dupla Opção, teremos de reconhecer que a pretendida analogia está longe de ser rigorosamente exacta. Com efeito, já antes da opção existe uma obrigação efectiva – a obrigação de assumir uma de duas qualidades: a de comprador ou a de vendedor. Nessa fase inicial do contrato, ignoram ainda os

---

<sup>279</sup> N. E.: *Havia um erro de impressão no texto original – prazos em vez de preços – que aqui já foi corrigido.*

pactuantes a prestação a que são obrigados, mas sabem que têm de efectuar uma prestação. Ora, nada disso sucede nos contratos sob condição suspensiva, em que, antes de se verificar a condição, nenhuma obrigação existe.

Contudo só o estabelecimento da relação jurídica, que deriva da opção, é que define na verdade os termos do contrato; antes dele a propriedade dos títulos negociados pertence plena e íntegra ao seu detentor, e só poderá ser alterada quando ele for obrigado pelo outro pactuante a consignar-lhos a título de venda; o mesmo se dá com o preço, até ser imposta a obrigação de adquirir os títulos.

Enfim, a equiparação do *stellige* a um contrato de condição suspensiva não satisfará porventura a todo o rigor das deduções jurídicas, mas não pode deixar de ser aceite, porque é a única forma de fazer entrar essa operação nos quadros do sistema contratual vigente. De outro modo, como nota VIDARI, ou teríamos de falsear a realidade dos factos ou deveríamos renunciar a subordiná-los a uma disciplina jurídica apropriada.

## V. OUTRAS FORMAS DE OPERAÇÕES A PRÉMIO

Além das mencionadas formas de Operação a Prémio, ainda outras mais complexas são usadas nas Bolsas da Alemanha, da Áustria e da Inglaterra.

Geralmente irreais e servindo apenas para ocultar simples apostas sobre os preços futuros dos títulos negociados, são essas combinações destituídas de valor legal. Todavia, e apesar de serem desconhecidas entre nós, não podemos esquivar-nos a dar delas uma sucinta notícia. Consideraremos as seguintes operações:

- a) Contrato a prémio;
- b) Contrato *auf festen und offen*;
- c) Contrato de faculdade ou *Nochgeschäft*.

### a) Contrato a prémio alternativo

O contracto a prémio alternativo (*Zweischneidiges Prämiengeschäft* – literalmente contrato de dois gumes – ou *put and call*) é um Contrato de



Dupla Opção, a que acresce, em favor do comprador, a faculdade de rescisão. Portanto, neste contrato pode-se optar entre a compra, a venda, ou a rescisão do contrato, pagando-se neste caso um prémio.

A exigência do Prémio facilmente se justifica. A diferença dos cursos não bastaria só por si para tornar o contrato equitativo; à faculdade suplementar de rescisão há-de necessariamente corresponder uma prestação acessória, a qual consiste precisamente na obrigação de pagar um Prémio.

Como o prémio neste caso é igual à soma do prémio da compra e do prémio da venda, tem naturalmente um valor duplo<sup>280</sup> dos prémios das operações simples. O direito unilateral de rescisão refere-se aos dois contratos e, portanto, a prestação que o compensa deve ser igualmente dupla.

O fundamento destas operações é não só a dúvida sobre as futuras alterações dos cursos e a certeza da sua limitação, como ainda a presunção da sua imutabilidade.

O pagamento do prémio influi naturalmente na solução a preferir para estas operações. Suponhamos um caso de contrato a prémio alternativo com os seguintes dados:

Títulos negociados: 100 acções da Companhia Nacional dos Tabacos.

Cotação a Prazo Firme à data da estipulação: 104\$000 reis.

Preço estipulado para a compra: 109\$000 reis.

Preço estipulado para a venda: 101\$000 reis.

Prémio por título 1\$000 reis.

Chegado o momento de optar, suponhamos quatro hipóteses: que os títulos se cotam a 114\$000 reis, a 94\$000 reis, a 103\$000 reis ou a 106\$000 reis.

No primeiro caso, não há dúvida que se deve optar pela compra; o mesmo sucede no segundo caso com a venda. No terceiro caso, realizando a compra, o optante perde 6\$000 reis em cada título; realizando a venda, perde 2\$000 reis; portanto, opta pela rescisão do contrato, em que perde só a importância do prémio, ou sejam 1\$000 reis. No quarto caso, a compra envolve uma perda de 3\$000 reis, a venda uma de 5\$000 reis; preferível é pois também rescindir o contrato, perdendo 1\$000 reis.

---

<sup>280</sup> N. E.: Note-se que o prémio da Call e o da Put não têm que ser iguais e essa diferença depende muito dos preços de exercício de cada uma dessas Opções.

Portanto, o vendedor lucra, se os cursos não mudam, ou mudam tão pouco que não atingem os preços estipulados e levam o comprador a abandonar o Prémio. Pelo contrário, o comprador só lucra com uma alteração sensível dos cursos.

Se os títulos se cotarem a 105\$000 reis, ou a 102\$000 reis pode-se indiferentemente optar pela compra e pela venda, respectivamente, ou pela opção, pois em qualquer caso o prejuízo é sempre de 1\$000 reis<sup>281</sup>.

#### b) Contrato auf festen und offen.

Por este contrato o comprador adquire o direito de, dentro de um certo prazo, aceitar todos os títulos comprados ou só receber uma parte deles, pagando-os neste último caso mais caro; isto é, na segunda hipótese, o comprador paga por cada título um preço superior ao que corresponderia a cada título na divisão do preço pelo lote total na primeira hipótese.

A rigor, portanto, há aqui um contrato em parte firme – quanto à quantidade mínima de títulos que tem de ser comprada – e em parte livre – quanto aos restantes títulos negociados. O prémio pela rescisão desta segunda parte do contrato é representado pelo aumento de preço dos títulos efectivamente comprados.

Na venda, pode-se fazer igual estipulação, tendo o vendedor o direito de só consignar ao comprador uma parte dos títulos negociados, mediante uma redução do seu preço.

#### c) Contrato de faculdade.

O contrato de faculdade (*Noch, nochgeschäft, call or put of more*) consiste em um contraente poder obrigar o outro, mediante o pagamento de um prémio, a consignar-lhe, em caso de alta, ou a receber, em caso de baixa, uma quantidade de títulos até 6 vezes maior do que a fixada no contrato. Há, portanto, aqui uma compra ou venda firme para um certo lote de títulos, e ainda a faculdade de impor a compra ou a venda de títulos idênticos numa quantidade 1, 2, 3, etc., até 6 vezes superior à do dito lote.

---

<sup>281</sup> N. E.: Se na maturidade do contrato os títulos estiverem cotados a 105\$000, então comprar a 109\$000 ou vender a 101\$000 conduz a igual prejuízo de 4\$000 por título. Se a cotação for de 102\$000 então é indiferente pagar o prémio de 1\$000 ou vender a esse preço.

O preço fixado para o *stock* negociado firme é, em regra, mais favorável do que o preço geral do mercado, o que equivale ao pagamento de um prémio. Para as quantidades suplementarmente exigíveis é fixado também o preço na ocasião da estipulação, bem como a data em que se terá de realizar a exigência ou a desistência da multiplicação da quantidade negociada. Em regra, também o preço das entregas suplementares é mais caro, em caso de compra, ou mais barato, em caso de venda, do que o da entrega obrigatória.

Conforme as quantidades suplementarmente exigíveis, são iguais, duplas, triplas, etc., da quantidade unitária inicialmente fixada, assim se diz que o contrato é de faculdade simples, dupla, tripla, etc.

Juridicamente o contrato de faculdade é um contrato a termo sem condição, quanto a uma das suas partes, e um contrato sob condição suspensiva, quanto à outra.

## **VI. COMBINAÇÕES DE OPERAÇÕES A PRÉMIO ENTRE SI E COM OPERAÇÕES FIRMES**

Numerosas e complexas são as combinações, que se podem fazer, de Operações a Prémio entre si ou com Operações Firmes a Prazo, atendendo-se especialmente neste último caso à diferença normal dos dois cursos. Fundamentalmente, porém, todas estas combinações se podem decompor em Operações a Prémio ou a Prazo e, portanto, são-lhes aplicáveis as mesmas regras legais e consuetudinárias que para cada uma dessas categorias já expusemos.

Daremos notícia de algumas das mais importantes combinações e que mais vulgarmente são usadas, sem que contudo pretendamos desvendar todos os engenhosos e misteriosos expedientes de que se socorrem os especuladores.

### **1.º Caso – Firme contra Prémio**

Pedro compra firme a Paulo 100 acções da Companhia dos Tabacos a 105\$000 reis, para o fim do mês, e vende-lhas mediante um prémio de 100 reis, ao preço de 105\$200 reis para a mesma data. Pedro especula na alta com um lucro possível bastante limitado.

Com efeito, se na resposta dos prémios Paulo se decide a executar a operação, Pedro lucra a diferença dos dois preços, ou sejam 20\$000 reis. Mas, se Paulo abandona o prémio, Pedro recebe 10\$000 reis, que vêm reduzir o preço que lhe custaram as 100 acções de 10:500\$000 reis a 10.490\$000 reis ou, em cada título, o preço de 105\$000 a 104\$900 reis. Se os títulos descerem, porém, abaixo de 104\$000 reis, Pedro fica sujeito a uma perda ilimitada, que só cessa com a própria baixa.

Como se vê, esta combinação é geralmente vantajosa quando os prémios são elevados e há probabilidades de alta para o comprador firme – Pedro; e vice-versa para o comprador a prémio – Paulo – é vantajosa, quando os prémios são reduzidos e há probabilidades de baixa. Mas, para maior garantia, Pedro, em vez de Vender a Prémio uma quantidade igual à que comprou firme, pode vender o dobro ou o triplo. Quanto maior for o excesso das vendas sobre as compras, mais garantias há contra a baixa, mas, além de um certo limite, torna-se perigosa a alta.

Exemplifiquemos: Pedro comprou firme 100 acções dos Tabacos a 105\$000 reis e vendeu 200 a 105\$200 reis, com o Prémio de 100 reis. Havendo abandono dos Prémios, Pedro recebe 20\$000 reis, o que lhe reduz o preço de compra a 104\$800 reis. Mas, se as cotações sobem acima de 105\$200 reis, começa uma perda, que vai desfalcando o lucro de 20\$000 reis proveniente da diferença de preço entre as duas operações. A 105\$200 reis o lucro é absorvido por um prejuízo igual, e além desse preço a perda continua enquanto durar a alta.

Deste modo, Pedro garantiu-se contra uma baixa igual a duas vezes a importância do prémio recebido por título e contra uma alta igual a duas vezes a diferença entre o preço firme e o preço a prémio. Por seu lado, Paulo sujeitou-se a um risco igual a esses valores. Mas, excedendo as cotações os ditos limites, Pedro perde e Paulo ganha.

Ainda se pode combinar uma Operação Firme para um dado prazo com uma Operação a Prémio para um prazo posterior: Pedro comprou firme a 105\$090 reis para o fim do mês corrente e vendeu a 105\$500 reis para o fim do mês próximo. As condições desta transacção são as mesmas das anteriores, simplesmente Pedro deverá usar do reporte para obter um lucro. Terá ainda a faculdade de suspender a transacção, revendendo a prazo para o fim do mês corrente e comprando a prémio para o fim do mês seguinte.

Por vezes, porém, a combinação Firme contra Prémio não é feita entre as mesmas pessoas, nem os contratos se estipulam simultaneamente, como até aqui temos suposto para maior simplicidade: Pedro compra firme no dia 10 para o fim de Outubro 100 acções da Companhia dos Tabacos. Dando-se a alta, Pedro pode revender a prémio mais caro conquanto não tenha a certeza de realizar a operação e, portanto, pode no dia 15 ou 20 revender a prémio. Igualmente pode fazer o contrário: ter vendido a prémio, encontrar um preço firme que lhe convenha, e comprar firme.

## 2.º Caso – Prémio contra Firme

Pedro compra 100 acções da Companhia dos Tabacos a 105\$500 reis, com o Prémio de 200 reis, vende firme igual quantidade e qualidade de títulos a 103\$000 reis; ambas as operações são a liquidar no fim do mês. Esta combinação corresponde a uma especulação na baixa com lucro limitado. Se a Operação a Prémio é executada, Pedro perde 250 reis em cada título, que é a diferença entre o preço das duas operações. Se, porém, o curso no dia da resposta dos prémios for superior a 105\$300 reis, Pedro tem vantagem em executar a operação, pois de outro modo perdia o prémio e a diferença entre os dois preços, ao passo que assim, além dessa diferença, sofrerá o prejuízo resultante da compra a prémio, que não poderá exceder 200 reis. Executando a operação perde, portanto, mas perde menos do que se abandonasse o Prémio. Se no dia da resposta dos prémios o curso for inferior a 105\$300 reis, então abandona o Prémio, pois de outro modo sofria com a execução da primeira operação um prejuízo superior a 200 reis; e assim, em compensação, pode realizar um lucro, resgatando o que vendeu firme. Com efeito, o abandono do Prémio equivale a diminuir o preço de venda firme de 200 reis reduzindo-o a 102\$800 reis; logo que o curso seja inferior a esse preço, Pedro lucra. Portanto, Pedro lucra com a baixa e perde com a alta, mas neste caso só uma quantia limitada, igual à diferença de preço entre as duas operações.

Pedro pode usar de igual combinação comprando a prémio o dobro ou o triplo do que vendeu firme. Neste caso pode ganhar ou perder tanto com a alta como com a baixa. Se Pedro comprou 200 acções da Companhia dos Tabacos a 105\$000 reis, Prémio de 1\$000 reis, tudo para o fim do mês, ele

só poderá lucrar com uma alta superior a 107\$000 reis ou com uma baixa inferior a 100\$000 reis. Façamos uma conta entre as duas operações e teremos:

492

Compra de 200 acções da Companhia dos Tabacos a 105\$000 reis  
– 21.000\$000 reis.

Venda de 100 acções da Companhia dos Tabacos a 103\$000 reis  
– 10.300\$000 reis.

Desaparecendo a Compra a Prémio, será ela substituída por dedução na conta de débito ou, o que a isso equivale, pela redução no preço da venda de 200\$000 reis, igual ao Prémio de 1\$000 reis em 200 acções. Teremos então o preço da venda expresso do seguinte modo:

Venda de 100 acções da Companhia dos Tabacos a 100\$000 reis  
– 10.000\$000 reis.

Este é o preço porque realmente Pedro vende os seus títulos e, portanto, lucra sempre que a cotação lhe seja inferior.

Se, pelo contrário, mantiver a Compra a Prémio das 200 acções, isto é, se ela se converter em operação firme, a compra do saldo de 100 acções fica onerada de 300\$000 reis, resultante da diferença de preço das duas operações liquidadas, o que dá uma soma de 10.800\$000 reis ou por cada título 108\$000 reis. Com efeito, Pedro comprou a 105\$000 reis e vendeu a 102\$000 reis, perdeu pois 300\$000 ou 3\$000 reis por acção e para se indemnizar carece de reaver essa quantia na venda das 100 restantes; ora, sendo o preço inicial de 105\$000 reis, juntando-lhe mais 3\$000 reis, teremos, pois, 108\$000 reis, o preço dito. Portanto, acima de 108\$000 reis ou abaixo de 100\$000, a operação torna-se lucrativa para Pedro.

Da mesma forma que as combinações Firmes contra Prémio, também a combinação Prémio contra Firme pode abranger liquidações sucessivas e ser composta de operações combinadas em datas diferentes.

### 3.º caso – Prémio contra Prémio

Pedro compra a Paulo 300 acções da Companhia de Moçambique a 6\$000 reis, Prémio de 200 reis e vende-lhe igual lote de títulos a 6\$200 reis, Prémio de 100 reis. Sendo realizadas ambas as operações, é claro que Pedro ganha

a diferença dos respectivos preços, ou sejam 200 reis. Mas pode suceder que só uma das operações, aquela a que corresponde um prêmio maior, seja executada. Se a cotação na resposta dos prêmios for de 5\$950 reis, o Prêmio de 100 reis será abandonado, pois Paulo decerto prefere perder o Prêmio de 100 reis a perder 250 reis pela efectuação da operação. Deste modo, Pedro fica Vendedor Firme de 300 acções ao preço de 6\$000 reis, o qual, porém, em virtude do prêmio de 100 reis, se reduz a 5\$900 reis; portanto à cotação do dia, 5\$950 reis, lucra 50 reis por acção ou, no total, 15\$000 reis. Se a cotação for de 5\$925 reis, lucrará apenas 25 reis em cada título; se for de 5\$900 reis não lucra nem perde. Mas a 5\$850 reis já perde 50 reis e, à medida que a baixa aumenta, ir-se-á acentuando a sua perda. Porém, a 5\$800 reis, já a perda é a mesma, quer Pedro execute a primeira operação, quer a abandone. Com efeito, recebendo um Prêmio de 100 reis e pagando um outro de 200 reis, Pedro perde 100 reis, que é igual ao prejuízo da Compra Firme, sendo a cotação de 5\$800 reis. Neste caso, com efeito, ele perde 200 reis numa operação e lucra 100 reis do Prêmio abandonado da outra. Portanto, o prejuízo máximo da operação é de 100 reis e o lucro máximo de 200 reis; esta combinação garante pois, em qualquer caso, um lucro ou uma perda limitados antecipadamente.

Analisemos agora a operação pelo lado do outro contratante: Paulo, ao contrário de Pedro, colocou-se em condições de perder 200 reis pela diferença de preços das duas operações; porém, o prejuízo poderá ser diminuído pelo abandono do Prêmio de 100 reis, como sucede no exemplo citado, e em caso algum poderá ser excedido, como resulta da conclusão firmada acerca da situação de Pedro nos diversos casos possíveis e é fácil de provar. Se, com efeito, Pedro abandona o seu Prêmio, Paulo pode também abandonar o seu. Se Pedro executa a operação, Paulo pode rescindir a sua; no primeiro caso perde o Prêmio, no segundo a diferença dos cursos. Em caso de abandono de ambos os prêmios Paulo paga 100 reis e recebe 200 reis. Paulo, portanto, sujeita-se também a uma perda ou a um lucro limitados.

A operação pode ser feita entre três pessoas contratando um indivíduo com outros dois. Neste caso, exigir-se-á do vendedor a execução da operação e ao comprador far-se-á o pagamento do prêmio – havendo alta das cotações; em caso de baixa – far-se-á o contrário, se assim houver menor

prejuízo do que pela execução das duas operações, ou então far-se-á esta; quando os preços sejam estacionários, far-se-á o abandono dos dois Prémios. Por esta combinação, quer nela intervenham duas, quer três pessoas, obter-se-á um lucro quando a diferença das cotações seja superior numa operação à importância do Prémio a pagar na outra, e nunca se poderá sofrer uma perda superior à importância dos dois Prémios. Por seu lado, a outra parte contratante espera que os lucros estacionem, em ordem a que lhe sejam abandonados os dois Prémios; em caso de alta ou de baixa, conta poder vender ou adquirir os títulos negociados a um preço não desfavorável, pois tem a certeza de receber sempre um dos dois Prémios, que de facto virá a crescer ou a ser descontado no preço porque tiver de vender ou de comprar os títulos para consignar ao outro contratante os títulos ou o dinheiro, conforme os casos.

Nesta combinação, como nas anteriores, as duas operações podem ser indiferentemente simultâneas ou sucessivas, referidas à mesma ou a diversas liquidações. Estas combinações são pouco conhecidas entre nós.

## BIBLIOGRAFIA

BÉDARRIDE – Ob. cit.

BOUDON – *La bourse et ses hôtes* – cit.

– *La bourse anglaise*, cit.

BOZÉRIAN – Ob. cit.

BUCHÈRE – Ob. cit.

CHEVILLIARD – Ob. cit.

COLSON – Ob. cit.

COURTOIS – Ob. cit.

COSACK – Ob. cit.

FONTAINE – Ob. cit.

GRÜNHUT – Ob. cit.

GUILLARD – Ob. cit.

LAMBERT – Ob. cit.

LYON-CAEN et RENAULT – Ob. cit.



MARGHERI – *I motivi del nuovo codice*, etc., cit.

– *Il diritto commerciale*, etc., cit.

PFLEGER E GSCHWINDT – Ob. cit.

PICCINELLI – Ob. cit.

PROUDHON – Ob. cit.

RAMBAUD – Ob. cit.

SUPINO (Camillo) – *La borsa e il capitale improdutivo*, cit.

– *Principii di economia politica*, cit.

SUPINO (David) – *Le operazione di borsa*, etc., cit.

– *Istituzioni di diritto commerciale*, etc., cit.

TEDESCHI – Ob. cit.

THALLER – Ob. cit.

THÖL (Dott Errico) – *Trattato di diritto commerciale* – Versione italiana dell'avvocato Alberto Margheri – Vol. 1.º parte 3ª e 4ª – Napoli, 1881 – Ricc. Margheri di Gius.

VIDARI (Ercole) – *Corso di diritto commerciale* – Vol. 2º Milano, 1895 – Ulrico Hoepli.

WALDMANN – Ob. cit.

Série Documentos

Imprensa da Universidade de Coimbra

Coimbra University Press

2011

