

Os fundos de investimento mobiliário no Direito português: natureza jurídica e exercício do direito de voto pela entidade gestora*

DR.ª CATARINA ROMÃO PINHO

SUMÁRIO: Introdução. § 1.º Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM); 1.1. Fontes: 1.1.1. A Diretiva 85/611/CEE; 1.1.2. A Diretiva 2009/65/CE; 1.1.3. O Decreto-Lei n.º 252/2003 de 17 de outubro de 2003; 1.1.4. Os Regulamentos da CMVM; 1.2. Formas de OICVM: forma contratual e forma societária. § 2.º Fundos de Investimento Mobiliário: 2.1. Constituição do Fundo: 2.1.1. Autorização da CMVM; 2.1.2. Regulamento de gestão; 2.2. Espécies de fundos: 2.2.1. Fundos abertos: direito ao resgate; 2.2.2. Fundos fechados: ausência de resgate; 2.3. Modalidades ou tipologia de fundos -- em especial os Hedge Funds e a Diretiva 2011/61/UE; 2.4. Funcionamento do Fundo: 2.4.1. Entidade gestora; 2.4.2. Depositário -- A responsabilidade solidária da entidade gestora e do depositário; 2.5. Direitos dos participantes; 2.6. Natureza jurídica: património autónomo em regime de comunhão especial. § 3.º O exercício do direito de voto pelos Fundos de Investimento Mobiliário: 3.1. Ordenamentos jurídicos com o exercício obrigatório do direito de voto: 3.1.1. Estados Unidos da América; 3.1.2. Itália; 3.1.3. Espanha; 3.2. Ordenamentos jurídicos com o exercício facultativo do direito de voto: 3.2.1. França; 3.2.3. Reino Unido; 3.3. O direito de voto no ordenamento jurídico português: 3.3.1. O Fundo como "acionista"; o exercício do direito de voto pela entidade gestora e a prevenção de conflitos de interesses; 3.3.2. O dever de voto da entidade gestora? Síntese Conclusiva. Bibliografia.

* Na primeira referência bibliográfica de cada obra citada neste texto será feita a indicação do autor, título, editora, local de publicação, ano e página. Nas restantes referências da mesma obra se referirá o autor e o título abreviado da obra mediante a designação de "op. cit.". A regra será a mesma para monografias, manuais, comentários, artigos em publicação periódicas ou estudos inseridos em obras coletivas.

Introdução

O tema dos Fundos de Investimento Mobiliário tem sido pouco discutido pela doutrina portuguesa, em especial o conflito de interesses que se coloca entre os participantes e a entidade gestora.

Colocação do problema: os Fundos de Investimento Mobiliário são definidos como patrimónios com titularidade de uma pluralidade de investidores (artigo 4.º, n.º 2, do Decreto-Lei n.º 252/2003), sendo o património administrado por uma sociedade a quem se atribuem poderes de domínio (artigo 31.º do Decreto-Lei n.º 252/2003) sem que seja uma verdadeira proprietária, com o concurso de um depositário (artigo 38.º do Decreto-Lei n.º 252/2003). Desta forma, estas entidades jurídicas acabam por permitir uma ampla dissociação entre a “propriedade/titularidade” e a “administração/controlo” da riqueza.

Numa primeira análise, poderíamos considerar que o problema não se coloca, tendo em conta o disposto no artigo 33.º, n.º 1 do Decreto-Lei n.º 252/2003, “A entidade gestora, no exercício das suas funções, age de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes.”. No entanto tem vindo a constatar-se, que, no plano prático a entidade gestora não age de acordo com o interesse dos participantes.

Outro problema no âmbito dos Fundos de Investimento Mobiliário, traduz-se na insuficiente participação dos Fundos em Assembleias Gerais de Sociedades Cotadas.

Como tal, o presente estudo visa oferecer um contributo para a compreensão da importância da participação dos Fundos de Investimento Mobiliário nas Assembleias Gerais de Sociedades Cotadas, no atual mercado regulamentado. Pretende-se ainda alcançar uma solução que permita de alguma forma atenuar os conflitos de interesses entre a entidade gestora e os participantes.

Assim sendo, começaremos por analisar as Diretivas Comunitárias, seguindo-se o regime legal dos Fundos de Investimento Mobiliário, com o intuito de equacionar algumas propostas de resolução dos problemas supra-mencionados.

§ 1.º Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários

1.1. Fontes

1.1.1. A Diretiva 85/611/CEE

A Diretiva 85/611/CEE do Conselho, de 20 de dezembro de 1985, coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns OICVM¹.

Trata-se de uma Diretiva mínima, pois estabelece regras mínimas comuns para os OICVM, respeitantes às seguintes matérias: autorização; controlo ou supervisão, estrutura ou organização; atividade e informações a publicar (*vg.*, autorização única pelo Estado-membro de origem, válida para todos os Estados-Membros – passaporte europeu (artigos 4.º e 5.º) e supervisão pelo Estado-membro de origem (artigos 5.º-D e 5.º-F); liberdade de estabelecimento e livre prestação de serviços (artigos 6.º, 6.º-A, 6.º-B).

A coordenação estabelecida na referida Diretiva, nomeadamente nas condições e garantias suficientes para que os Estados-membros possam confiar uns nos outros (*home country control* e *reconhecimento mútuo*), visa assegurar a livre concorrência comunitária entre OICVM, bem como realizar uma proteção mais eficaz e uniforme dos investidores.

Contudo, não podemos deixar de salientar que a Diretiva 85/611/CEE deixa *spatium deliberandi* aos Estados-membros, no sentido de poderem fixar categorias de OICVM excluídos do seu âmbito de aplicação e estabelecer regras específicas a que os mesmos ficarão submetidos (artigo 2.º) – são os chamados OICVM não harmonizados ou não coordenados, por contraposição a OICVM harmonizados ou coordenados, os submetidos à Diretiva 85/611/CEE.

1.1.2. A Diretiva 2009/65/CE

No que concerne à Diretiva 2009/65/CE², do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho de 2009, coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns OICVM. Importa ter em

¹ JOCE 375, de 31/12/85, 3.

² JOUE L302, de 17/11/2009, 32.

contra o disposto no artigo 117.º da Diretiva 2009/65/CE, que revoga a Diretiva 85/611/CEE³.

A Diretiva referida deveria produzir os seus efeitos a partir de 1 de julho de 2011, na medida em que deveria ter sido transposta para a ordem jurídica interna até 30 de junho de 2011 (artigos 116.º e 117.º), o que não se verificou até ao momento.

A Diretiva 2009/65/CE tem como principais finalidades: proporcionar uma proteção mais eficaz e mais uniforme dos participantes⁴; garantir a solvabilidade das sociedades gestoras, o que se compreende face ao atual contexto económico⁵; assegurar o controlo interno das sociedades gestoras⁶; salientar o direito dos participantes de pedirem o resgate ou reembolso das respetivas unidades de participação, sem estar sujeito a quaisquer encargos suplementares, garantindo assim a necessária liquidez destes organismos⁷; por fim, é especial-

3 Com a redação que lhe foi dada pelas seguintes Diretivas: 88/220/CEE do Conselho de 22 de março de 1988 (JOCE L100, de 19/4/88, 403); 95/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 29 de junho de 1995 (JOCE L168, de 18/7/95, 7); 2000/64/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 7 de novembro de 2000 (JOCE L290, de 17/11/2000, 27); 2001/107/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de janeiro de 2001 (JOCE L41 de 13/2/2002, 20); 2001/108/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de janeiro de 2002 (JOCE L41 de 13/2/2002, 35); 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004 (JOCE L145 de 30/4/2004, 1); 2005/1/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 9 de março de 2005 (JOUE L79 de 24/3/2005, 9); 2008/18/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de março de 2008 (JOUE L76 de 19/3/2008, 42).

4 Sobre esta finalidade é relevante o Considerando (3), "A coordenação das legislações nacionais reguladoras dos organismos de investimento coletivo off-gua-se, por conseguinte, oportuna, a fim de aproximar, no plano comunitário, as condições de concorrência entre estes organismos e proporcionar uma proteção mais eficaz e mais uniforme dos participantes. Tal coordenação facilita a supressão das restrições à livre circulação de unidades de participação de OICVM na Comunidade".

5 Da supra referida Diretiva, Considerando (8), "As autorizações concedidas às sociedades gestoras no seu Estado-Membro de origem deverão assegurar a proteção dos investidores e a solvência das sociedades gestoras, a fim de contribuir para a estabilidade do sistema financeiro. (...)".

6 Da supra referida Diretiva, Considerando (10), "Para proteger os investidores, é necessário assegurar o controlo interno das sociedades gestoras, em particular através de um sistema de direção bi-céfala e de mecanismos de controlo interno adequados".

7 Da supra referida Diretiva, Considerando (30), "Além disso, tanto os participantes do OICVM incorporado como os do OICVM incorporante deverão ter o direito de pedir o resgate ou o reembolso das respetivas unidades de participação ou, caso seja possível, a sua conversão em unidades de participação de outro OICVM com uma política de investimento semelhante e gerido pela mesma sociedade gestora ou por outra sociedade gestora a que a sociedade gestora esteja ligada. Este direito não deverá ser sujeito a quaisquer encargos suplementares, salvo às comunidades habitualmente cobradas pelo respetivo OICVM para cobrir os custos de desinvestimento em qualquer situação e anunciadas nos prospectos dos OICVM incorporado ou incorporante".

mente relevante salvaguardar que os participantes recebem a informação adequada⁸.

1.1.3. Decreto-Lei n.º 252/2003 de 17 de outubro de 2003

Os Fundos de Investimento Mobiliário (FIM) foram pela primeira vez regulados em Portugal em 1965, pelo Decreto-Lei n.º 46 342 de 20 de maio de 1965⁹. Posteriormente, em 1985 criou-se uma nova disciplina para os FIM, através do Decreto-Lei n.º 134/85 de 2 de maio, que, por sua vez, veio a ser revogado pelo Decreto-Lei n.º 229-C/88, de 4 de julho, que passou a regular de forma unitária os FIM e Fundos de Investimento Imobiliário (FII), introduzindo também, pela primeira vez os fundos de investimento fechados.

8 Da mesma Diretiva, Considerando (32), "É especialmente importante que os participantes recebam informação adequada sobre a fisionomia projetada e que os seus direitos sejam suficientemente protegidos (...)".

9 A propósito de Fundos de Investimento Mobiliário, vide ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Três Problemas Dogmáticos dos Fundos de Investimento*, in Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários, n.º 8, agosto 2000o (disponível para consulta: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/a8f17fb08e40de8da2b3fc382871903ProblemasdosFundosInvestimento.pdf>); ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário -- Regime Jurídico*, Alameda, Coimbra, 1999; FERNANDO SILVA, *O Exercício de Direito de Voto em Ações Emitentes Nacionais pelos Fundos de Investimento Mobiliário Portugueses*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 34, outubro 2009o (disponível para consulta: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/Artigo334.pdf>); FERNANDO SILVA, *Governança de Organismos de Investimento Coletivo -- Análise Crítica de Modelo Vigente em Portugal*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 21, agosto 2005o (disponível para consulta: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/656514c3699d440a065436bef01cc6FernandoSilva.pdf>); Gabriela Figueiredo Dias, *A Constituição de Fundos de Investimento Mobiliário*, in Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Manuel Henrique Mesquita, vol. I, Coimbra, 2009, 673 e ss; GABRIELA BRANCO/SÓNIA TEIXEIRA DA MOTA/ JOSÉ MANUEL FÁRIA, *Revisão do Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Mobiliário*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, agosto 2000o (disponível para consulta: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/7c1f0fc948c89583707d02a1e6aRevisaoRegimeJuridicoFIM.pdf>); MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ, *Alguns aspectos dos Fundos Comuns de Investimento Mobiliário Aberto*, in Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira, Alameda, 2007, 123 e ss; MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ, *Notas sobre os aspectos financeiros e civis dos Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, in Direito dos Valores Mobiliários, vol. I, Coimbra, 1999, 9 e ss; RENATO GONÇALVES/CÉLIA REIS, *Notas sobre o novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 17, agosto 2003o (disponível para consulta: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/10b556d3ec7e44a4cafc01c582a2e2bc6RenatoGoncalvesCeliaReis.pdf>).

Em 1994, foi transposta a Diretiva 85/611/CEE para a ordem jurídica interna pelo Decreto-Lei n.º 276/94, de 3 de novembro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 323/99, de 13 de agosto, e pelo Decreto-Lei n.º 62/2002, de 20 de março. Nove anos depois, com o intuito de transpor para o ordenamento jurídico interno a Diretiva 2001/107/CE e a Diretiva 2001/108/CE, que alteram a Diretiva 85/611/CEE, o legislador português procedeu à revisão do regime jurídico dos Fundos de Investimento Mobiliário pelo Decreto-Lei n.º 252/2003 de 17 de outubro¹⁰.

Segundo Maria João Romão Carreiro Tomé, "o modelo adotado corresponde a uma estrutura elástica com um poder normativo amplamente discricionário da instituição de vigilância"¹¹. Esta afirmação justifica-se tendo em conta que a autoridade supervisora tem o poder de condicionar a eficácia das convenções das partes nomeadamente através da aprovação do regulamento de gestão¹² e no poder de conformar o seu conteúdo a critérios pré-determinados. Concordamos, por isso, com a posição da Autora, pois só assim será possível tutelar os investidores, reduzir o risco sistémico e assegurar a transparência do mercado, partindo sempre do pressuposto que, na maioria dos casos, o investidor é a dita parte mais fraca.

1.1.4. Regulamentos da CMVM

Na disciplina dos Fundos de Investimento Mobiliário devem ter-se presentes ainda: o Regulamento da CMVM n.º 15/2003 (repblicado no Anexo B do Regulamento n.º 7/2007); o Regulamento n.º 16/2003 (relativo à contabilidade do FIM); o Regulamento n.º 7/2004 (com as alterações introduzi-

das pelo Regulamento n.º 8/2005 – relativo à Comercialização de OIC estrangeiros harmonizados que não disponham de prospeto simplificado).

O grande marco nesta matéria foi o Regulamento CMVM n.º 15/2003, que veio revogar um conjunto de Regulamentos que, de modo fragmentário, disciplinavam a matéria, instituindo um regime regulamentar uniforme e concebido para os Organismos de Investimento Coletivo (OIC)¹³.

As sociedades gestoras de fundos de investimento são submetidas ao Direito dos Valores Mobiliários e à supervisão da CMVM enquanto intermediários financeiros, enquanto sociedades financeiras encontram-se sujeitas ao Direito Bancário e à supervisão do Banco de Portugal.

No que respeita ao Direito dos Valores Mobiliários, o controlo público é imprescindível, tendo em conta a importância que estas entidades jurídicas desempenham no mercado regulamentado na captação de poupanças.

1.2. Formas de OICVM: forma contratual e forma societária

O artigo 1.º, n.º 3, da Diretiva 2009/65/CE prevê que os OICVM possam, por força da respetiva lei nacional: "Assumir a forma contratual (fundos comuns de investimento geridos por uma sociedade de gestão) ou trust (unit trust) ou a forma estatutária (sociedade de investimento)".

Nos diplomas anteriores o legislador português adotou apenas a forma contratual do OICVM, em que o fundo comum de investimento mobiliário é administrado por uma sociedade de gestão, sem previsão da forma societária.

Todavia, no Decreto-Lei n.º 252/2003, o artigo 4.º, n.º 1, admite que "Os OIC assumam a forma de fundo de investimento ou de sociedade de investimento mobiliário". O artigo 4.º, n.º 3 do Decreto-Lei n.º 252/2003 ("As sociedades de investimento mobiliário regem-se por lei especial") foi revogado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de junho, que estabeleceu o RJOIC sob forma societária¹⁴.

¹³ No mesmo sentido, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Constituição de Fundos de Investimento Mobiliário*, op. cit., 674: "O novo quadro legal veio ainda evidenciar a necessidade de dotar o regime dos OIC de um instrumento regulamentar flexível e harmonizado, capaz de oferecer soluções de pormenor para os diversos programas estabelecidos no RJOIC e de concretizar as habilitações regulamentares aí conferidas à CMVM, sem a dispersão até aí sentida. Dispersão que resultava de uma panóplia demasiado extensa e diversa de Regulamentos da CMVM disciplinadores dos diversos aspetos e vicissitudes dos OIC, de difícil manuseamento e articulação, a exigir da autoridade reguladora um esforço de simplificação normativa e de sistematização das normas regulamentares aplicáveis aos OICVM."

¹⁴ Este diploma adotou ao Decreto-Lei n.º 252/2003 o Capítulo VI – Sociedades de Investimento Mobiliário (artigos 81.º-A a 81.º-Q).

¹⁰ Alterado pelo Decreto-Lei n.º 52/06, de 15 de março, pelo artigo 13.º do Decreto-Lei n.º 357.º-A/07, de 31 de outubro, pelo Decreto-Lei n.º 211.º-A/2008, de 3 de novembro, pelo Decreto-Lei n.º 148/2009, de 25 de junho e pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de junho revogando o Decreto-Lei n.º 276/94).

¹¹ MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ, *Alguns aspetos dos Fundos Comuns de Investimento Mobiliário Abertos*, op. cit., 130.

¹² MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ, *Alguns aspetos dos Fundos Comuns de Investimento Mobiliário Abertos*, op. cit., 130: "O regulamento de gestão desenha a estrutura organizativa, as modalidades operativas do fundo e disciplina as relações entre a sociedade gestora e os participantes. A intervenção da autoridade de supervisão para a aprovação do regulamento de gestão acarreta uma sobreposição do "público" sobre o "privado", determinada pela necessidade de as relações e as situações jurídicas que respeitam diretamente aos aforadores não poderem ser livremente definidas pela sociedade gestora, no seio da sua própria autonomia privada, devendo antes ser submetidas aos limites decorrentes das apreciações feitas pela entidade pública idónea. Trata-se do princípio da proteção da parte mais fraca".

Deste modo, os OICVM poderão revestir a forma contratual (FIM) ou a forma societária (Sociedade de Investimento Mobiliário de Capital Variável ou Sociedade de Investimento de Capital Fixo).

§ 2.º Fundos de Investimento Mobiliário

2.1. Constituição do Fundo

2.1.1. Autorização da CMVM

Nos termos do artigo 5.º, n.º 1 da Diretiva 2009/65/CE, um OICVM deve, para exercer a sua atividade, ser aprovado pelas autoridades do Estado-membro em que esteja situado ou estabelecido, valendo essa autorização para todos os Estados-membros – passaporte europeu.

Assim sendo, nos termos do artigo 11.º, n.º 1 do RJOIC, a constituição do FIM depende de autorização prévia simplificada da CMVM¹⁵, mediante apresentação de requerimento subscrito pela entidade gestora, instruído (artigo 11.º, n.º 3) com os projetos dos prospectos completo e simplificado, do contrato com o depositário, bem como, sendo o caso, com os projetos dos contratos com outras entidades prestadoras de serviços (artigo 35.º) e entidades colocadoras das unidades de participação (artigo 41.º).

Importa ainda referir que autorização não implica a garantia do conteúdo e das informações constantes nos documentos constitutivos do FIM pelo CMVM (artigo 11.º, n.º 2).

Quanto ao momento da constituição do FIM, este ocorre com a integração na sua carteira do montante correspondente à primeira subscrição (artigo 11.º, n.º 8). Desta forma, a sociedade gestora coloca à subscrição as unidades de participação (artigo 11.º, n.º 7), no prazo de 90 dias após a receção da notificação da autorização [artigo 13.º, al. a)]¹⁶.

Para o efeito, a sociedade gestora coloca à subscrição as unidades de participação (artigo 11.º, n.º 7), no prazo de 90 dias após a receção da notificação

da autorização [artigo 13.º, al. a)]. Se dentro desse prazo não tiver início a subscrição, a autorização caduca [artigo 13.º, al. a)]. Se seis meses após a constituição do FIM não houver dispersão de 25% das suas unidades de participação pelo menos por 100 ou 30 participantes, consoante for aberto ou fechado, ou o seu valor líquido global não for no mínimo de 1.250.000 euros, a CMVM pode revogar a autorização [artigos 14.º, als. b) e c), e artigo 22.º, n.º 1].

A autorização ou aprovação prévia da CMVM apresenta-se também necessária na substituição da sociedade gestora (artigo 29.º, n.º 3), na fusão e cisão de fundos (artigo 18.º; artigo 93.º do Regulamento 15/2003) – já não na sua liquidação, em que basta a comunicação ao organismo de supervisão (artigo 19.º, n.º 2).

A alteração ao Regulamento de Gestão (artigo 66.º, n.º 1) e a subscrição do depositário (artigo 38.º, n.º 4), devem ser comunicadas previamente à CMVM, tornando-se eficazes 15 dias após a sua comunicação se a CMVM não deduzir oposição nesse período.

Por fim, a CMVM aprecia a legalidade do fundo a constituir e não o mérito e a oportunidade da sua constituição.

2.1.2. Regulamento de gestão

O Regulamento de gestão deve ser elaborado pela sociedade gestora nos termos dos artigos 61.º e 65.º do RJOIC, para cada FIM.

Este documento é fundamental, pelas menções informativas obrigatórias que contém e elencadas no artigo 65.º, em que se definem de forma clara os direitos e obrigações dos participantes, da entidade gestora e do depositário, a política de investimentos e as condições da sua liquidação.

Em consonância com a imperatividade das informações, as alterações ao Regulamento de gestão dependem em regra de comunicação prévia à CMVM, com o poder de esta deduzir oposição no prazo de 15 dias, se neste prazo não for exercido a oposição as alterações tornam-se eficazes (artigo 66.º, n.º 1). Todavia, no que concerne, às matérias previstas no artigo 66.º, n.º 2 (v.g., a denominação e sede da entidade gestora, do depositário ou das entidades comercializadoras, os órgãos sociais da entidade gestora e a inclusão de novas entidades comercializadora) as alterações são eficazes a partir da sua comunicação à CMVM.

¹⁵ Autorização que o legislador português exige mesmo para os FIM não harmonizados, valendo o silêncio como indeferimento tácito do pedido (artigo 11.º, n.º 6).

¹⁶ Cf., no entanto, a *missive* contida no n.º 4 do artigo 25.º, para os fundos fechados: consideram-se constituídos na data da liquidação financeira, que deve ocorrer no final do período de subscrição, sendo de 30 dias a duração máxima da oferta (artigo 25.º, n.º 3).

2.2. Espécies de fundos

Nos termos do artigo 2.º n.º 1 do RJOIC, os fundos de investimento podem ser abertos ou fechados.

2.2.1. Fundos abertos – direito ao resgate

Estamos perante um fundo aberto quando se verifica uma variabilidade das unidades de participação em que se dividem (artigo 2.º, n.º 1 do RJOIC).

Esta variabilidade ou “*numerus apertus*” decorre da existência de uma porta de entrada e de uma porta de saída do público, sempre aberta, com emissões e reembolsos de unidades de participação e a todo o tempo: emitidas contra integração no ativo (do fundo) da soma pecuniária correspondente ao preço de subscrição (artigo 7.º, n.º 4; artigo 40.º da Diretiva 85/611/CEE; artigo 87.º da Diretiva 2009/65/CE).

Deste modo, os participantes podem exigir o resgate das unidades de participação que possuem [artigos 2.º, n.º 2, 10.º, n.º 2, 31.º, n.º 2 al. b), VII; 40.º, n.º 2 al. g); 65.º, n.º 2, al. i); 66.º, n.º 6; 75.º; artigo 37.º da Diretiva 85/611/CEE; artigo 84.º da Diretiva 2009/65/CE], normalmente mediante solicitação dirigida ao depositário, que tem o dever de lhes pagar o respetivo valor [artigo 40.º, n.º 2 al. g)], nos termos devidos e previstos no regulamento de gestão [artigo 65.º, n.º 2 als. h), i), m), s) e t)].

Note-se que ao direito do participante ao resgate corresponde o dever do fundo readquirir ou reembolsar as suas unidades de participação pelo valor atual¹⁷, sendo para este efeito, os ativos em carteira avaliados todos os dias úteis ao seu valor de mercado e justo valor, nas condições e limites fixados pela CMVM no Regulamento n.º 15/2003 (artigos 40.º a 48.º)

A finalidade deste direito de resgate é a obtenção de liquidez (liquidação do investimentos feitos) por parte dos investidores/participantes, em razão deste direito os fundos podem deter meios líquidos (v.g. dinheiro, depósitos bancários) para fazer face ao movimento normal de resgate das unidades de participação e a uma gestão eficiente do fundo [artigo 45.º n.º 1 al. d); artigo 19.

¹⁷ O valor atual é o quociente da divisão do valor líquido global do fundo pelo número de unidades de participação em circulação (artigo 58.º n.º 1), conhecido e divulgado na data do pedido de resgate ou do dia subsequente, conforme o momento de referência fixado no resgate ou do dia subsequente, conforme o momento de referência fixado no regulamento de gestão [artigo 65.º, n.º 2, al. t)].

n.º 4, da Diretiva 85/611/CEE; artigo 50.º n.º 2, parte final, da Diretiva 2009/65/CE].

Apesar disso, quando circunstâncias excecionais o exigirem e o interesse dos participantes ou do mercado o justificarem, a entidade gestora ou até a CMVM podem suspender provisoriamente a aquisição ou reembolso e mesmo a emissão ou subscrição de unidades de participação [artigos 65.º n.º 2 al. p) e 77.º; artigo 37.º n.º 2 e 3, da Diretiva 85/611/CEE; artigo 84.º n.ºs 2 e 3, da Diretiva 2009/65/CE].

Outra modalidade de liquidação das unidades de participação, consiste na cessão pelos titulares, cessão em garantia. Como tal, os titulares podem ver os credores pessoais quirográficos ou os privilegiados nomearem à penhora unidades de participação e até substituírem-se-lhes no pedido de resgate, se verificados os requisitos da ação de sub-rogação previstos no artigo 606.º do Código Civil.

2.2.2. Fundos fechados – ausência de resgate

Em primeiro lugar, importa referir que os fundos de investimento mobiliário fechados têm um “*numerus clausus*” de unidades de participação (artigo 2.º, n.º 1 do RJOIC).

Trata-se, pois, de fundos com capital fixo, em que só podem ser emitidas e inscritas as unidades de participação previstas no regulamento de gestão [artigo 65.º, n.º 3 al. a)], sendo a regra a ausência de direito de resgate (artigo 22.º, n.º 2).

Porém, nada impede o desinvestimento pelos participantes, através da venda em bolsa em que as unidades de participação se encontrem cotadas, ou mediante a transferência para outrem interessado na aquisição, que pode ser inclusivamente o depositário.

Contrariamente, às limitações regulamentares relativas aos fundos abertos (artigo 38.º, n.º 6), o depositário pode adquirir livremente unidades de participação de OIC fechados já emitidas (artigo 38.º, n.º 7), o qual pode funcionar assim como sociedade de recompra.

Importa ainda fazer uma importante distinção, entre fundos com duração determinada e fundos com duração indeterminada.

Nos fundos de duração determinada (duração que não pode exceder 10 anos), a assembleia de participantes, nos termos do artigo 24.º, n.º 1 pode delibear, nos últimos seis meses, a prorrogação por período não superior ao inicial, sendo sempre permitido o resgate das unidades aos participantes que

votem contra a prorrogação. Note-se também que neste caso de resgate, o capital do fundo (número de unidades de participação) pode ser reduzido (artigo 22.º n.º 5).

Já os fundos fechados com duração indeterminada só são autorizados se nos documentos constitutivos estiver prevista a admissão à negociação em mercado regulamentado das unidades de participação (artigo 24.º, n.º 2), para garantir a potencial liquidez aos participantes.

De referir ainda que mediante alteração dos documentos constitutivos, regulamento de gestão e prospectos, podem ser admitidos aumentos de capital do fundo, nas condições exigidas pelo artigo 22.º, n.º 3, gozando os participantes de direito de preferência na subscrição de novas unidades de participação, se o direito de preferência não tiver sido afastado no regulamento (artigo 9.º n.º 5).

Em síntese, as especificidades do regime dos OIC fechados estão contidas nos artigos 22.º a 28.º, valendo no mais a disciplina geral dos OIC (RJOIC) em tudo o que não for incompatível com a sua natureza (artigo 21.º).

2.3. Modalidades ou tipologia de fundos – em especial os Hedge Funds e a Diretiva 2011/61/UE

As modalidades ou tipologia de OIC são estabelecidas consoante os ativos e as regras de composição das carteiras, as modalidades de gestão, a forma ou variabilidade das unidades de participação.

No entanto, os OIC estão sujeitos ao princípio da tipicidade (legal e administrativa). A tipicidade legal manifesta-se na previsão no RJOIC dos OIC, já tipicidade administrativa observa-se no artigo 3.º e ss. do Regulamento OIC (*ex vi* artigo 1.º n.º 9 do RJOIC). O princípio da tipicidade tem como finalidade assegurar a transparência e a informação, dos mercados de transação dos ativos subjacentes e a sua valorização.

Como modalidades especiais de fundos abertos, o Decreto-Lei n.º 276/94 fazia referência apenas aos fundos de tesouraria, aos fundos do mercado monetário, aos fundos de índices de ações, aos fundos de fundos e aos agrupamentos de fundos.

Atualmente, a tipologia e condições de funcionamento dos OIC estão sujeitos ao poder de regulamentação da CMVM, nos termos do artigo 83.º al. a) do RJOIC, este diploma refere apenas, os Fundos de Índices (artigo 53.º) e os Agrupamentos de Fundos (artigo 80.º) e OIC garantidos (artigo 81.º).

Quanto às várias modalidades de Fundos de Investimento, devemos ter em conta os seguintes: os Fundos de Tesouraria; os Fundos do Mercado Monetá-

rio; os Fundos de Obrigações; os Fundos de Ações; os Fundos Mistos; os Fundos de Índice; os Fundos de Fundos; os Agrupamentos de Fundos; os Fundos Garantidos; os Fundos Flexíveis; e dentro dos Fundos Especiais de Investimento, os Fundos Não Harmonizados ou os Fundos de Investimento Alternativo.

Os Fundos de Tesouraria caracterizam-se por uma política de investimento orientada para ativos de elevada liquidez (artigo 4.º n.º 1 do Regulamento OIC).

Os Fundos de Mercado Monetário têm como principal característica, uma política de investimento orientada para os ativos de elevada liquidez. Desta forma, os referidos fundos detêm em permanência, no mínimo 85% do seu valor líquido global investido em valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário e depósitos bancários com prazo de vencimento residual inferior a 12 meses, sem qualquer limite quanto às aplicações em depósito bancário (artigo 5.º do Regulamento OIC).

Os Fundos de Obrigações detêm, no mínimo, 2/3 do seu valor líquido global investido direta ou indiretamente em obrigações (artigo 6.º do Regulamento OIC).

Diferentemente, os Fundos de Ações detêm, no mínimo, 2/3 do seu valor líquido global investido, direta ou indiretamente, em ações (artigo 7.º, n.º 1 do Regulamento OIC).

Os Fundos Mistos, detêm ações e obrigações, em termos de não enquadramento nas categorias Fundos de Ações ou de Fundos de Obrigações, ou cuja política de investimento não se enquadra nas restantes tipologias da secção II do Regulamento (artigo 8.º do mesmo Regulamento).

Nos Fundos de Índice, o objetivo da política de investimento (artigo 53.º do RJOIC e artigo 11.º do Regulamento OIC), consiste na reprodução integral ou parcial de um determinado índice de valores mobiliários (um índice de bolsa).

Os Fundos de Fundos são, por sua vez, constituídos pelas partes sociais de outros fundos de investimento abertos ou OICVM harmonizados pelo menos em 2/3 do seu valor líquido global (artigo 10.º, n.º 1 do Regulamento OIC).

Os Agrupamentos de Fundos são OICVM constituídos por dois ou mais fundos de investimento mobiliário abertos administrados pela mesma entidade gestora e identificados no regulamento de gestão, destinados a proporcionar aos participantes vantagens na transferência, resgate ou subscrição de unidades de participação dos fundos que os constituem e não podendo ser comercializados fora do agrupamento (artigo 80.º n.ºs 1 e 2 do RJOIC).

Os Fundos Garantidos são os que comportam garantias prestadas por terceiros (instituições de crédito) ou resultantes da configuração do seu património

nio, destinados à proteção do capital, de um certo rendimento ou de um determinado perfil de rendimentos (artigo 81.º do RJOIC e artigo 12.º do Regulamento OIC).

Os Fundos Flexíveis são os que não assumem compromisso quanto à composição do património nos respetivos documentos constitutivos. Como tal, na sua informação e publicidade, é obrigatória a menção de elevada volatilidade da respetiva carteira (artigo 9.º do Regulamento OIC).

Por fim, os Fundos Especiais de Investimento (Fundos não harmonizados ou Fundos de Investimento Alternativo) permitem uma combinação diferenciada das diversas regras, técnicas e limites aplicáveis aos FIM, gozando a sociedade gestora de maior liberdade na definição e prossecução das suas políticas de investimento numa carteira diversificada (artigo 51.º, n.º 1 do Regulamento OIC), em valores mobiliários, incluindo participações em OIC, instrumentos financeiros derivados e liquidez (51.º, n.º 2 do Regulamento OIC).

Na hipótese de quererem investir em ativos diferentes, desde que respeitem o disposto no n.º 1 do artigo 52.º do Regulamento OIC, os Fundos Especiais de Investimento devem assumir a espécie de fundos fechados (artigo 52.º, n.º 3 do Regulamento OIC).

Saliente-se também que os Organismos Especiais de Investimento são considerados OICVM não harmonizados nos termos da Diretiva (artigos 49.º e 52.º, n.º 3 do Regulamento OIC), por isso, mesmo conhecidos como Fundo de Investimento Alternativo.

Trata-se em muitos casos, de *hedge funds*¹⁸ (traduzidos por “Fundos com cobertura de risco”). Esta designação, resulta da definição original: *to hedge*, ou seja, diminuir o risco global através da tomada de uma posição de investimento que por sua vez anula um risco específico¹⁹ fundos de grande liberdade para a sociedade gestora, por isso mesmo também mais especulativos e de álea elevada do investimento.

18 Quanto a esta matéria, vide, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *A Regulação e Supervisão de Hedge Funds: Percursos, Oportunidade e Tendências*, in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, 2008, 65-81; José Engrácia Antunes, *Os ‘Hedge Funds’ e o Governo das Sociedades*, in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IX, 2010, 9-70; RENE M. STULZ, *Hedge Funds: Past, Present and Future*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=959

19 TIAGO BESSA, *Crise, regulação, e supervisão de hedge funds*, in Revista de Direito das Sociedades, Ano II, Números 3-4, Almedina, Coimbra, 2010, 849-914.

19 Em Itália, os *hedge funds* são denominados por “*Fondi Speculativi*”, em França como “*Fonds Gestion Alternative*” e em Espanha como “*Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre*”.

Os *hedge funds* não revestem sempre a forma de um fundo, ou seja, de um património autónomo, podem assumir uma variedade de formas jurídico-organizativas²⁰. Saliente-se ainda o facto de não existir uma noção por todos aceite de *hedge fund*. Tal como refere, José Engrácia Antunes, “*a relativa novidade do fenómeno, a ausência de consagração legislativa, e a complexidade camaleónica das respetivas estruturas e estratégias, torna qualquer exercício conceitual particularmente difícil*”²¹.

Segundo Rene M. Stulz, os *hedge funds* caracterizam-se pelo elevado grande flexibilidade que os gestores dispõem na gestão do fundo, assim como são instrumentos únicos (exóticos)²². Na nossa opinião, as referidas características são fundamentais para traçar os traços comuns.

Em primeiro lugar, uma dessas características passa pela apreciação do tipo de decisões e de estratégias de investimento²³, que é bem diferente nos *hedge funds* do que nos fundos de investimento tradicionais. Ou seja, os *hedge funds*, beneficiam de uma maior abertura concedida pelas ordens jurídicas, para assim realizarem uma gestão flexível e dinâmica. Através de modelos de gestão inovadora, face aos métodos e técnicas tradicionais de investimento, utilizados nos fundos “comuns”.

Em segundo lugar outra característica, que pode ser indicada relaciona-se com o facto de os gestores serem remunerados numa dupla base, através de uma

20 Neste sentido, vide, TIAGO BESSA, *Crise, regulação e supervisão de hedge funds*, op. cit., 858. Este autor saliente que “(…), os *hedge funds* não revestem necessariamente a forma de um fundo, ou seja, de um património autónomo, podendo assumir uma variedade de formas jurídico-organizativas (sociedade de investimento, sociedade em comandita, trust, etc.) que não se reconduzem tipicamente à noção de fundo. Por outro lado, estes veículos de investimento não visam hoje, pelo menos de uma forma exclusiva, estratégias de cobertura de risco. Aliás, pode mesmo afirmar-se que os *hedge funds* prosseguem atualmente estratégias de investimento que maximizam esses riscos”.

21 JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os ‘Hedge Funds’ e o Governo das Sociedades*, op. cit., 12.

22 RENE M. STULZ, *Hedge Funds: Past, Present and Future*, op. cit., 5: “*Hedge funds are unregulated pools of money managed by an investment advisor, the hedge fund manager, who has a great deal of flexibility. In particular, hedge fund managers typically have the right to have short positions, to borrow, and to make extensive use of derivatives (from plain vanilla options to very exotic instruments)*”.

23 JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *idem*, 30-33. Este autor destaca que a estratégia mais difundida é a chamada *long-term equity*, consistindo por sua vez, numa combinação de posições longas e curtas em ações ou opções sobre índices de ações. Todavia, refere ainda mais três estratégias. Sendo estas *event driven*, *arbitrage* e a *global strategy* ou *macro strategy*. Quanto à primeira, esta procura identificar oportunidades de negócio derivadas de um determinado económico ou empresarial concreto. Já a segunda, consiste na compra e venda de ativos financeiros em dois mercados diferentes, com o objetivo de tirar partido das imperfeições ou discrepâncias destes mercados. Em último lugar, a terceira estratégia passa por um modelo de investimento que procura identificar oportunidades de negócio à escala mundial. Contudo, cada uma destas estratégias pode decompor-se em modelos ou estilos mais concretos.

remuneração de gestão (*management fee*), e de uma remuneração de performance ou incentivo (*performance fee*) que é bastante variável.

Em terceiro e último lugar, os *hedge funds* estão sujeitos a relativa imunidade aos mecanismos de regulação e supervisão²⁴. Contudo, com a Diretiva 2011/61/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos, entendemos que esta imunidade, vai deixar de ser um dos traços caracterizadores dos *hedge funds*.

Em Portugal, a história dos *hedge funds* é muito recente. Podemos mesmo dizer que a experiência quanto à constituição e supervisão de *hedge funds*, é praticamente inexistente. Deste modo, a oferta existente em Portugal acaba por ser maioritariamente de *hedge funds*, sediados no estrangeiro.

Contudo, através do Regulamento CMVM n.º 9/2003, de 2 de outubro, permitiu-se pela primeira vez, a constituição de *hedge funds* em Portugal. Embora este regulamento apenas tratasse dos Fundos Especiais de Investimento (FEI), a verdade é que a *ratio* compreendia também os *hedge funds*.

Quanto ao regime legal, merecem especial destaque, as exigências de informação especialmente previstas para os Organismos Especiais de Investimento dirigidas aos investidores não institucionais, não qualificadas ou a retalho esta-belecendo-se no artigo 55.º do Regulamento OIC. Estas exigências estão diretamente relacionadas, com o facto de estarmos perante fundos altamente agressivos e especulativos com significativa alavancagem financeira e especialmente dirigidos ou mesmo reservados a grandes e sofisticados investidores.

Assim sendo, nos termos do artigo 55.º, n.º 3 do Regulamento OIC a subscrição de unidades de participação de um OIC é efetuada com base em boletim de subscrição que contenha uma inequívoca menção sobre o risco inerente ao investimento proposto ao subscritor²⁵, cujo modelo (de boletim de subscrição) instruiu o pedido de autorização do OEI (artigo 55.º, n.º 4 do Regulamento OIC).

Dado existirem vários autores que defenderam que estes Fundos estão na origem da grande crise financeira de 2007, sentiu-se a necessidade de estabelecer um mercado de gestores de fundos de investimento alternativo, bem como

24 No mesmo sentido, TIAGO Bessa, *Crise, regulação e supervisão de hedge funds*, op. cit., 863. O contrário dos fundos de investimento ditos tradicionais, que estão sujeitos a apertadas regras em matéria de transparência, gestão, contas sociais, etc., os *hedge funds* gozam de uma relativa liberdade de atuação. Há ainda que fazer-se notar na inexistência de regras tão pesadas ao nível das obrigações referidas. Há ainda uma ampla liberdade na composição de carteiras de ativos, o que significa que existe uma margem de investimento em qualquer tipo de ativos financeiros. Ademais, podemos notar uma menor intrusão das autoridades de regulação e supervisão na atividade dos *hedge funds* do que acontece nos fundos mais tradicionais.

um enquadramento regulamentar e de supervisão harmonizada e rigoroso das atividades exercidas na União por todos GFIA's.

A proposta de Diretiva²⁵ visou alargar a regulação e supervisão relevantes a todos os intervenientes e atividades financeiras que comportem riscos significativos. A necessidade de proceder a este enquadramento regulamentar mais estrito para este sector foi salientada pelo Parlamento Europeu²⁶ e pelo Grupo de Alto Nível sobre a supervisão Financeira presidida por Jacques de Larosière.

Assim sendo, a proposta de Diretiva visava: "estabelecer um enquadramento seguro e harmonizado a nível da União Europeia para o seguimento e supervisão dos riscos colocados pelos GFIA para os seus investidores e contrapartes, para outros intervenientes nos mercados financeiros e para a estabilidade financeira; permitir que os GFIA possam, mediante cumprimento de requisitos estritos, prestar serviços e comercializar os seus fundos em todo o mercado interno"²⁷.

A Diretiva 2011/61/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, respeitou o conteúdo da Proposta anteriormente referida. Os Estados-Membros devem adotar as disposições legais, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à Diretiva 2011/61/EU, até 22 de julho de 2013 (artigo 66.º, n.º 1 da Diretiva 2011/61/UE).

A necessidade de legislar nesta matéria, tal como refere a Diretiva 2011/61/EU, deve-se ao facto dos gestores de fundos de investimento alternativos serem responsáveis pela gestão de um volume significativo de ativos investidos na União, representando assim, uma parte significativa da negociação em mercados de instrumentos financeiros e poderem exercer uma influência importante (considerando 1). Consequentemente, o facto de operarem no mercado tanto pode em grande medida ser benéfico, como pode amplificar os riscos no sistema financeiro.

Desta forma, é fundamental estabelecer uma coordenação (um enquadramento regulamentar e de supervisão harmonizado (considerando 4), através de

²⁵Ver, Proposta de Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo, disponível para consulta em: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_en.pdf.

²⁶Relatório do Parlamento Europeu que contém recomendações dirigidas à Comissão, relativas aos fundos de retorno absoluto (*hedge funds*) e aos fundos de investimento em participações privadas (*private equities*). (A6-0338/2008 ~ Relatório Rasmussen) e Relatório do Parlamento Europeu que contém recomendações à Comissão sobre a transparência dos investidores institucionais (A6-0296-2008 ~ Relatório Lehme).

²⁷Da supramencionada Proposta de Diretiva, 5.

requisitos mínimos para a autorização e supervisão dos gestores de fundos de investimento alternativo (considerando 2).

Saliente-se ainda a necessidade de garantir que a operação dos gestores de fundos de investimento alternativo seja sujeita a um rigoroso controlo em termos de governação, de forma a reduzir ao mínimo os conflitos de interesses (considerando 22).

Finalmente, devemos destacar o papel da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho), com o fim de promover convergências, a nível de supervisão na avaliação de políticas e práticas de remuneração (considerando 27). Esta preocupação deve-se ao potencial efeito nocivo de estruturas de remuneração inadequadas, face a uma gestão sã de riscos e o controlo de comportamentos de assunção de riscos por parte de indivíduos concretos (considerando 24).

Em suma, na União Europeia²⁸, tal como salienta TIAGO BESSA, “a submissão dos hedge funds a requisitos de controlo apertado foi uma questão adiada durante muito tempo. De facto, são escassas as medidas tomadas a propósito dos hedge funds. No entanto, com o surgimento da crise financeira nota-se uma evolução importante nesta matéria para o capítulo seguinte”. Entendemos assim, que a questão está em encontrar uma regulação e supervisão necessária e suficiente para dar qualidade, idoneidade, competência e transparência à indústria e, assim, tentar reger a confiança dos investidores e dos mercados.

28 Merecem destaque nesta matéria três ordenamentos jurídicos europeus: em Itália, existem regras específicas para os chamados *Fondi Speculativi*, determinadas através de “Regolamento 228/99” de 14 de maio, no que respeita à gestão. Desta forma, o regulamento de gestão menciona o risco do investimento, assim como, deve indicar qual o objeto do investimento e modalidades de participação no mesmo. Outra particularidade, é que os hedge funds só podem ser instituídos e geridos por sociedades gestoras de fundos especializados (sociedades que tenham por objeto exclusivo a gestão de hedge funds); em Espanha, as *Instituciones de Inversión Colectiva* (Instituições de Investimento Coletivo), instituídas através da “Ley n.º 35/2003 de 4 de novembro”. O legislador espanhol entendeu que estas instituições devem estar sujeitas ao regime das instituições de investimento coletivo; por fim, na Alemanha, a atual *Investmentgesetz* prevê dois tipos de fundos: os *single hedgefonds* e os *dach hedgefonds*. O primeiro tipo corresponde essencialmente a fundos singulares e individuais. O segundo tipo respeita a fundos, cujos capitais podem ser objeto de uma oferta junto do público em geral.

2.4. Funcionamento do Fundo

2.4.1. Entidade gestora

A entidade gestora tem por objeto principal a administração de um ou mais OIC, fundos de investimento mobiliário ou imobiliário (artigo 31.º, artigo 6.º n.º 2 do RJOI).

A natureza de património autónomo implica administração, que deve ser exercida por uma Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário (artigo 29.º n.º 1, al. a) do RJOIC).

A sociedade gestora de FIM adota o tipo de sociedade anónima, tendo por objeto principal a administração de um ou mais OIC, fundos de investimento mobiliário ou imobiliário (artigo 31.º e 6.º n.º 2 do Decreto-Lei n.º 60/2002 de 20 de março).

Trata-se de um mandato de gestão ou administração coletiva, fixado *ex lege* e *ex regulamento*, em que cada um dos participantes confere à autoridade gestora os poderes representativos, sendo estes necessários para cumprir o contrato de investimento coletivo mediante a realização com autonomia e independência dos atos de administração.

2.4.2. Depositário – A responsabilidade solidária da entidade gestora e do depositário

Nos termos do artigo, 38.º, n.º 1 do RJOIC, o depositário²⁹ visa reforçar a proteção dos investidores e ao estabelecer-se um único depositário procura-se maior eficácia do controlo e vigilância da entidade gestora pela sociedade depositária, sem diluição de responsabilidades, devendo ser, por isso, distinto o depositário da entidade gestora do fundo (artigo 38.º, n.º 5). As relações entre eles são regidas por um contrato escrito (artigo 38.º, n.º 3), que configura um contrato misto de depósito e prestação de serviços.

Podem ser depositários as Instituições de crédito referidas nas alíneas a) e c) do RGICSF, que dispõem de fundos próprios não inferiores a 7,5 milhões

²⁹ Vide, MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ, *Alguns aspectos dos fundos comuns de investimento mobiliário abertos “private”*, op. cit., p. 135, “a interposição de um depositário representa um princípio fundamental, de natureza imperativa, do regime plasmado. No contrato celebrado entre a sociedade gestora e o depositário, ao lado dos elementos do depósito, encontram-se também outros elementos de prestação de ser-

Os interesses inerentes aos títulos em comunhão no fundo são exercidos, coletivamente pela entidade gestora do fundo em representação, por conta e no interesse exclusivo dos respetivos contitulares [artigo 31.º, n.º 2, al. a), iii)].

Desta forma, podemos concluir que na relação com o fundo de que são contitulares os participantes gozam do direito de resgate [10.º, n.º 2, al. b)], do direito à informação [10.º, n.º 2, al. d)]³⁰ e do direito à distribuição dos rendimentos [40.º, n.º 2, al. g) e 65.º, n.º 2, al. e)]. Contudo, os participantes não gozam do direito de administrar o fundo, que pertence à sociedade de gestão, nem do direito de controlar a gestão, que é incumbência do depositário.

2.6. Natureza jurídica: património autónomo em regime de comunhão especial

Os FIM são definidos na lei, como já referido anteriormente, como patrimónios autónomos³¹, pertencentes aos participantes no regime especial de comunhão (artigo 4.º, n.º 2 do RJOIC).

Tal como salienta MARIA JOÃO ROMÃO VAZ TOMÉ "a autonomia patrimonial do património gerido constitui uma característica fundamental da estrutura da relação de participação". Assim sendo, "os credores pessoais dos participantes e da sociedade gestora podem não somente executar, para assegurar a realização dos seus direitos, respetivamente, as unidades de participação dos seus devedores e o património da sociedade sua devedora"³².

³⁰ Este direito pode suscitar o problema teórico referido por OLIVEIRA ASCENSÃO, *A proteção do investidor*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra, 2003, 38-40: "Limitamo-nos a um sector: o dos valores mobiliários. E a uma verificação prática: o estatuto do investidor é autónomo, em relação ao estatuto do consumidor. Mas as consequências são já muito importantes. A disciplina do consumidor não se aplica diretamente ao investidor (não institucional, que é o que está em causa). Este tem um estatuto próprio, que prescinde da aplicação daquele regime. Isso não impede que também em matéria de proteção do investidor se possa recorrer à disciplina do consumidor; mas então, não diretamente, mas por analogia. Caso por caso haverá que verificar se a situação se insere na mesma razão de decidir".

³¹ Uma das primeiras referências ao património autónomo, foi feita por GUILHERME ALVES MOREIRA, *Instituições do Direito Civil Português - Parte geral*, Coimbra, 1907, 297. "A separação que, pelo carácter de autonomia atribuído ao património social, se dá nas sociedades entre este património e o individual dos sócios, e a administração unitária que nas sociedades existe, fez com que o nosso legislador atribuisse às sociedades comerciais individualidade jurídica só existe em relação a terceiros. (...) A individualidade jurídica atribuída às sociedades comerciais significa em princípio, segundo o nosso parecer, que o património comum dos sócios, pela constituição da sociedade, se separa do património individual de cada um deles, no sentido de que fica sendo uma propriedade colectiva, que pelo fim a que é destinada, goza duma verdadeira autonomia".

³² MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ, *Alguns aspectos dos Fundos Comuns de Investimento Mobiliário Abertos*, op. cit., 138. No mesmo sentido, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades*

de euros, que tenham sede em Portugal ou sede noutra Estado-membro da União Europeia desde que tenham estabelecimento em Portugal através de sucursal (artigo 38.º, n.º 2), as Sociedades de Investimento [artigo 3.º, n.º 1, al. h) do Decreto-Lei n.º 260/94 de 22 de outubro], e a Sociedade Gestora de Fundo de Investimento Mobiliário relativamente a OIC por ela não gerido [artigos 38.º n.ºs 2 e 5, e 31.º, al. d)].

Tal como a entidade gestora, o depositário deve agir de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes (artigo 40.º, n.º 1), desempenhando, assim, para além do papel de guarda ou custódia dos ativos do fundo inerente ao contrato de depósito (artigos 1185.º e 1187.º do CC) e da função executiva de decisões tomadas pela entidade gestora [artigo 40.º, n.º 2, al. b) a g)], a vigilância e a garantia do cumprimento da lei, dos regulamentos e dos documentos constitutivos do FIM [artigo 40.º, n.º 2, al. f)].

No que concerne à responsabilidade, nos termos do artigo 29.º n.º 4 do RJOIC, a entidade gestora e o depositário respondem solidariamente perante os participantes, nomeadamente no cumprimento dos deveres legais e regulamentares aplicáveis.

Os participantes têm direito a uma boa gestão do fundo conforme à lei ao regulamento e de acordo com um *bonus pater familias* de elevada diligência e competência profissional (artigo 33.º, n.º 2), sob vigilância e garantia do depositário [artigo 40.º, n.º 2, al. f)]. Tal justifica o regime de solidariedade de responsabilidade da entidade gestora e do depositário pela infração às disposições legais e ao regulamento de gestão (artigo 512.º e ss. do CC).

2.5. Direitos dos participantes

O legislador define os fundos de investimento como "... patrimónios autónomos, pertencentes aos participantes no regime especial de comunhão..." (artigo 4.º, n.º 2 do RJOIC).

A qualidade de participante adquire-se no momento da subscrição das unidades de participação, através do pagamento do respetivo preço, ou da aquisição em mercado. Por conseguinte, extingue-se no momento do pagamento do resgate, do reembolso, ou do produto da liquidação do OIC, ou da alienação em mercado (artigo 9.º n.º 2).

Os direitos dos participantes exprimem-se em unidades de participação que configuram frações do fundo. Cada participante goza de um direito de "compropriedade" sobre os ativos do fundo, proporcional ao número de unidades de participação da sua titularidade.

Concordamos com a Autora. Desta forma, sendo o FIM administrado por uma sociedade gestora e tendo um depositário dos valores que o integram, este constitui um património autónomo pertencente em regime de comunhão especial às pessoas singulares ou coletivas titulares das partes ou parcelas em que o mesmo se divide chamadas unidades de participação (artigo 7.º, n.º 1).

Assim sendo, dado ser um património autónomo ou separado, quer do restante património de cada participante, quer do património da sociedade gestora, quer do património do depositário dos valores que o compõe, o FIM não responde nem pelas dívidas dos “comproprietários” (participantes titulares das unidades), nem pelas dívidas da sociedade gestora, da sociedade depositária ou de outra entidade comercializadora (artigo 8.º). O FIM só responde e responde só ele pelas suas dívidas, dada a responsabilidade de cada participante pelas obrigações do fundo ser limitada às unidades de que seja titular, permanecendo intocável o demais património (601.º do CC).

Para além da autonomia patrimonial pode discutir-se se o FIM tem ou não personalidade jurídica³³. Quanto à personalidade judiciária a resposta é pacífica, pois nos termos do artigo 6.º, al. a) do Código de Processo Civil o FIM, na medida que constitui um património autónomo, goza de personalidade judiciária³⁴.

Nesta linha, João Calvão da Silva defende que os FIM não gozam de personalidade jurídica, admitindo, todavia, que os mesmos têm personalidade judiciária³⁴.

Gabriela Figueiredo Dias, no domínio dos Fundos de Pensões escreve: “...no problema poderá colocar-se de forma diversa e obter respostas significativamente diferentes, consoante a análise seja feita no contexto normativo português ou, a título de exemplo, num qualquer regime anglo-saxónico. E a principal diferença radica na men-

qualidade de património sem personalidade jurídica, que o direito português atribui aos fundos de pensões, que aparecem assim no nosso regime desprovidos de estruturas próprias de administração e de órgãos decisórios, sendo toda a atividade de administração, gestão e decisão reservada à respetiva entidade gestora”³⁵.

Entendemos, que esta questão não é linear e interrogamo-nos até que ponto a atribuição de personalidade jurídica aos FIM não seria vantajosa para o seu bom funcionamento, como forma de o prover de estruturas próprias de administração e de órgãos decisórios, evitando assim que toda a atividade de gestão e decisão estivesse a cargo da entidade gestora, salvaguardando também, de melhor forma, os interesses dos participantes e do fundo.

3.º O exercício do Direito de Voto pelos Fundos de Investimento Mobiliário

3.1. Ordenamentos jurídicos com o exercício obrigatório do direito de voto

3.1.1. Estados Unidos da América

Segundo Fernando Silva nos Estados Unidos da América³⁶ o exercício do direito de voto pelos gestores dos fundos é considerado um dever. Com efeito, constata-se uma disposição nesse sentido no diploma que regula a atividade dos fundos de investimento.³⁷

Desde 2004 verifica-se a imposição de divulgação pública obrigatória imposta pela *Securities Exchange Commission* das políticas de voto³⁸, bem como os fundamentos das decisões emanadas em cada assembleia geral.

³⁵ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Efeitos da Gestão de Participações Societárias de Fundos de Pensões*, in *Estados em Homenagem ao Professor Doutor Paulo da Pitta e Cunha* – Direito Privado, Direito Público e Vária, vol. III, Almedina, 2010, 148.

³⁶ FERNANDO SILVA, *O exercício do Direito de Voto em Ações de Emitentes Nacionais pelos Fundos de Investimento Mobiliário Portugueses*, op. cit., 57: “Em algumas jurisdições de referência, como é o caso dos Estados Unidos da América, o exercício do direito de voto pelos gestores dos fundos, além de ser em si mesmo um direito, é perpetuado como uma obrigação, a qual parece encontrar inclusive previsão legal no diploma que rege a atividade dos fundos de investimento”.

³⁷ *Investment Companies Act* sec 80a-12 als. d), l) e f).

³⁸ Vide, por exemplo as políticas e procedimentos de voto: *Global Proxy Voting*, *California Public Employees Retirement System*, o21o de abril de 2008, odisponível em <http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/investments/policies/shareowner/proxy-voting-policy/global-proxy-voting.pdf>.

comerciais – *Valores Mobiliários e Mercados*, 6.ª ed., Coimbra, 2011, 744; “Os ativos dos OICs variam conforme o tipo e constituem um património autónomo, isto é não respondem, em caso algum, pelas dívidas dos participantes, das entidades que asseguram as funções de gestão, depósito e comercialização, ou de outros OICs (artigo 8.º)”.

³³ Quanto ao significado da atribuição de personalidade jurídica às sociedades comerciais, vide ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Da personalidade e capacidade jurídica das sociedades comerciais*, in *Estudos de Direito das Sociedades*, AAVV, 9.ª ed., Coimbra, 2008, 100: “Como consequência da atribuição de personalidade jurídica às sociedades comerciais temos, desde logo, que as referidas sociedades são titulares de direitos e obrigações dos sócios. Os sócios não têm nem direitos sobre os bens isolados da sociedade, nem sobre o património da sociedade no seu todo”.

³⁴ Palavras proferidas pelo Senhor Professor João Calvão da Silva, no seminário de Fundos de Investimento, no XII Curso de Pós-Graduação em Direito Bancário, da Bolsa e dos Seguros, Coimbra, dezembro 2010.

3.1.2. Itália

Em Itália, nos termos do artigo 40.º, n.º 2 da Lei Consolidada dos Serviços Financeiros³⁹, as entidades gestoras devem exercer os direitos de voto no interesse dos participantes⁴⁰.

Assim, nos termos do artigo 40.º Lei Consolidada dos Serviços Financeiros, as entidades gestoras, deverão agir de forma diligente, correta e transparente no interesse dos participantes e da integridade do mercado, minimizar os conflitos de interesses, adotar as medidas para proteger os direitos dos participantes e deter recursos suficientes e procedimentos apropriados para uma prestação eficiente de serviços⁴¹.

A ASSOGESTIONI (Associazione de Gestão de Ativos Italiana) emite um conjunto de recomendações⁴² que orientam a forma como deve ser exercido o direito de voto.

39 Disponível para consulta: http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fin-decree58_1998.htm#Article_40.

40 No mesmo sentido, FERNANDO SILVA, *O exercício do Direito de Voto em Ações de Emitentes Não mais pelos Fundos de Investimento Mobiliário Portugueses*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 34, dezembro 2009 (disponível para consulta: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/Artigo334.pdf>), 58.

41 Article 40 (Rules of conduct and voting rights)

1. Asset management companies must:
 - a) operate diligently, correctly and transparently in the interests of the unit-holders and the integrity of the market;
 - b) organize themselves in such a way as to minimize the risk of conflicts of interest, including conflicts between the pools of assets under management and, where a conflict of interest exists, act in such a way as to ensure the fair treatment of the collective investment undertakings;
 - c) adopt measures to protect the rights of the unit-holders and have sufficient resources and suitable procedures for the efficient provision of services.
2. Asset management companies shall exercise, in the interests of the unit-holders, the voting rights attached to the financial instruments belonging to the funds under management, except as provided for otherwise by law.
3. Where the manager is different from the promoter, the exercise of voting rights provided for in the previous subsection shall pertain to the manager, unless agreed otherwise.

42 Vide, o Estatuto do Código deontológico do Associação Assogestioni, disponível para consulta: <http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,118,342/statuto-imp.pdf>.

3.1.3. Espanha

Em Espanha, a Lei das Instituições de Investimento Coletivo [artigo 46.º, n.º 1, al. d)⁴³] impõe às sociedades gestoras o dever de informar os participantes das políticas de voto, através do documento constitutivo do fundo, devendo estas ainda fundamentar as situações em que não é exercido o direito de voto ou o sentido do mesmo.

Porém, no ordenamento jurídico espanhol, para além da Lei supramencionada, devemos ter em conta o *Real Decreto 1309/2005 de 4 novembro* [artigo 81.º, n.º 1, al. f)⁴⁴], que determina que as sociedades gestoras estão obrigadas a

43 Disponível para consulta em: http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/135-2003.t4.html#a46.

Artículo 46 (Obligaciones y responsabilidad)

f) Las sociedades gestoras deberán cumplir las obligaciones previstas en esta Ley y sus normas de desarrollo en especial, las siguientes:

- a) (...)
- b) (...)
- c) (...)

d) En relación con los fondos gestionados, reglamentariamente se establecerán aquellos supuestos en los que, en atención a la relevancia cuantitativa y al carácter estable de la participación del fondo en el capital de una sociedad, la sociedad gestora estará obligada a ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales.

(...)

44 Artículo 81 (Obligaciones)

f) Además de las obligaciones establecidas en el artículo 46 de la Ley, las demás establecidas en este reglamento y en su normativa de desarrollo, las SGIC deberán cumplir las siguientes obligaciones:

- a) (...)
- b) (...)
- c) (...)
- d) (...)
- e) (...)
- f) (...)
- g) (...)
- h) (...)

i) En cuanto a la obligación establecida en el artículo 46.1.d. de la Ley, la SGIC estará obligada a ejercer, con especial atención al derecho de asistencia y voto en las juntas generales, todos los derechos políticos inherentes a los valores integrados en los fondos que aquella gestione, siempre que el emisor sea una sociedad española y que la participación de los fondos gestionados por la SGIC en la sociedad tuviera una antigüedad superior a 12 meses y siempre que dicha participación represente, al menos, el uno por ciento del capital de la sociedad participada.

(...)

exercer os direitos de voto sempre que o emitente seja uma sociedade espanhola quando a participação detida pelo conjunto dos fundos geridos por uma sociedade tenha uma antiguidade superior a 12 meses e a mesma represente pelo menos 1% do capital da sociedade participada.

Podemos concluir, que neste ordenamento jurídico também está consagrado um dever de voto por parte da entidade gestora.

3.2. Ordenamentos jurídicos com o exercício facultativo do direito de voto

3.2.1. França

Em França, a Lei de Segurança Financeira (Lei 2003-706), de 1 de agosto de 2003⁴⁵, apenas impõe o dever das sociedades gestoras de ativos prestarem contas sobre as suas práticas em matéria de direitos de voto associados aos ativos detidos através dos fundos sob gestão⁴⁶. Através de um documento com a

45 Complementada pela regulamentação geral da AMF artigos 314-100 e 314-101, disponível em http://www.amf-france.org/documents/general/8155_1.pdf.

46 *Article 314-100*

Portfolio management companies shall draw up a document titled "Voting Policy", which shall be updated as necessary and sets out the terms and conditions on which they intend to exercise the voting rights attached to the securities held by collective investment schemes that they manage.

In particular, this document shall describe:

1.° *The organizational structure within the portfolio management company that enables it to exercise such voting rights. It shall specify which bodies within the portfolio management company are responsible for examining and analyzing the resolutions put forward and which bodies are responsible for deciding how the votes shall be cast.*

2.° *The principles to which the portfolio management company intends to refer in determining in which cases it will exercise the voting rights. These principles may include holding thresholds that the portfolio management companies set for taking part in voting on resolutions submitted to general meetings. In such cases, portfolio management companies whose securities are held by collective investment schemes managed by the portfolio management company, the investment policy of the schemes, and the use of securities financing transactions by the portfolio management company.*

3.° *The principles to which the portfolio management company intends to refer when exercising voting rights. The portfolio management company's document shall present its voting policy, heading by heading corresponding to the types of resolution submitted at general meetings. The headings shall cover, inter alia:*

- a) *Decisions requiring an amendment of the constitutive rules,*
- b) *Approval of the financial statements and appropriation of profit or loss,*
- c) *Election and dismissal of governing bodies,*
- d) *Regulated agreements,*
- e) *Equity security issuance and buyback programmes,*

política de voto as sociedades gestoras devem apresentar as condições em que aquelas pretendem exercer os respetivos direitos. Por isso, o documento "política de voto" deve conter a descrição da estrutura organizativa existente na sociedade gestora, que permite o exercício do direito de voto e os princípios que a sociedade gestora adota para determinar os casos em que exercerá os direitos de voto.

Fernando Silva, escreve a propósito do ordenamento francês o seguinte: *"Ainda que não resulte de todo este quadro legislativo um dever de exercício efetivo dos direitos de voto, certo é que a Associação de Fundos Francesa (AFG⁴⁷), em recomendações dirigidas aos seus membros sobre a matéria do governo societário, refere entender que a LSF torna obrigatório o exercício dos direitos de voto inerentes aos ativos que integrem*

f) *Appointment of statutory auditors,*

g) *Any other specific type of resolution that the portfolio management company wishes to identify.*

4.° *A description of procedures to detect, prevent and manage conflicts of interest that could affect the portfolio management company's independent exercise of voting rights.*

5.° *An indication of the way in which it customarily exercises voting rights, such as by physically attending general meetings, using proxies without indicating a specific proxy holder, or voting by mails*

This document shall be made available to the AMF. It may be viewed on the portfolio management company's website or at its registered office under the terms and conditions specified in the simplified prospectus.

Article 314-101

In a report drawn up within four months of the end of its financial year and appended to the management report of the board of directors or executive board, as the case may be, portfolio management companies shall report on how they have exercised voting rights in the past year.

This report shall specify, inter alia:

1° *The number of companies in which the portfolio management company exercised voting rights, compared with*

the total number of companies in which it had voting rights;

2° *The cases in which the portfolio management company considered that it could not adhere to the principles set*

forth in its voting policy document;

3° *The conflicts of interest that the portfolio management company had to deal with in exercising voting rights attaching to securities held by the collective investment schemes that it manages.*

This report shall be made available to the AMF. It must be available for viewing on the portfolio management company's website or at its registered office under the terms and conditions specified in the simplified prospectus.

Where a portfolio management company has not exercised any voting rights during the financial year, further to the voting policy it has drawn up under Article 314-100, it does not prepare the report stipulated in this article but shall ensure that clients and investors can access said voting policy on its website.

47 Quanto às recomendações, vide: http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=fr&limitstart=2.

as cartéiras dos fundos e que a mesma lei exige que as sociedades gestoras explicitem os motivos subjacentes ao não exercício desses mesmos direitos de voto”⁴⁸.

Pelo exposto, no ordenamento jurídico francês não se encontra consagrado um dever de voto por parte da entidade gestora, existindo apenas recomendações da Associação de Fundos Francesa.

3.2.2. Reino Unido

No Reino Unido, a *Investment Management Association* (associação que é constituída por entidades gestoras de fundos de fundos locais) enfatiza no seu código de boas práticas, intitulado “*The responsibility of Institutional shareholders and Agents – Statement of principles*”⁴⁹ que os gestores dos fundos devem ter um envolvimento ativo nas matérias de governo societário das empresas em que investem, devendo, por isso, definir as políticas de voto e informar os investidores acerca das mesmas.

Neste Código, não se encontra consagrado um dever de voto

3.3. O direito de voto no ordenamento jurídico português

Nos termos do artigo 21.º, n.º 1, al. b) do CSC, todo o sócio tem direito a participar nas deliberações de sócios, sem prejuízo das restrições previstas neste

Para Coutinho de Abreu, “o direito de voto (ou de votar) é o poder que o sócio tem de participar na tomada de deliberações através da emissão de votos – declaração de vontade que formam ou contribuem para formar as deliberações. A influência de cada sócio na formação das deliberações é determinada pelo seu “poder de voto” – dependente, por sua vez, do número de votos que lhe caiba e do peso relativo dos mesmos na totalidade dos votos (dile e no consórcio)”⁵⁰.

Por sua vez, Pedro Pais de Vasconcelos, refere-se ao direito de voto como um poder de participar nas deliberações sociais. Assim sendo, “as sociedades firmam a sua vontade funcional através de deliberações sociais. As deliberações sociais são atos jurídicos com características muito peculiares. Por um lado, são atos dos sócios; por

outro, são atos da sociedade. Enquanto ato dos sócios, a deliberação é um ato coletivo formado por uma pluralidade de atos jurídicos unitários – os votos – que são imputáveis à autoria de cada um dos sócios. Enquanto ato da sociedade, a deliberação é, no seu todo, um ato jurídico unitário, embora complexo, imputável à autoria da sociedade”⁵¹.

Menezes Cordeiro, escreve quanto ao direito à participação nas deliberações, “os sócios têm o direito de intervir, conforme os casos: (a) nas deliberações individuais; (b) nas assembleias gerais totalitárias; (c) nas assembleias gerais comuns; (d) nas deliberações por voto escrito (247.º/1)”⁵².

Nas assembleias gerais, o direito à participação implica os seguintes poderes: o de usar da palavra, o de colocar questões, o de adiantar argumentos, o de (existindo essa possibilidade) formular propostas e o de votar.

Um importante direito conexo, segundo António Menezes Cordeiro, que a lei e a Ciência do Direito autonomizam, é o direito à informação, base de qualquer participação efetiva⁵³.

Assim sendo, os deveres de informação podem, ser substanciais (o obrigado deve veicular a verdade que conhece, descrevendo-a de modo compreensível e explícito) ou formais (basta comunicar elementos precisos ou “informações codificadas”). Pode também existir uma autodeterminação, quando caiba ao informante seleccionar os elementos a comunicar; ou uma heterodeterminação quando essa escolha compita ao informador ou a terceiros.

Concluindo, o direito à informação é um elemento estrutural do status de sócio, traduzindo-se o direito abstrato à informação num direito potestativo de pedir informações, fazendo, com o seu exercício, surgir em concreto direito à informação.

3.3.1. O fundo como “acionista”: o exercício do direito de voto pela entidade gestora e a prevenção de conflitos de interesses

O direito de voto⁵⁴ inerente a ações integrantes do fundo é claramente propício aos conflitos de interesses, designadamente o conflito entre os interes-

⁵¹ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª ed., Almedina, 2006, 112.

⁵² ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2.ª ed., Almedina, 2011, 142.

⁵³ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado, op.cit.*, 142.

⁵⁴ Para uma análise do direito de voto, mas relativamente a Fundos de Pensões, vide, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Efeitos da Cessão de Participações Societárias de Fundos de Pensões*, in Estudos em

48 FERNANDO SILVA, *O exercício do Direito de Voto em Ações de Emitentes Nacionais pelos Fundos de Investimento Mobiliário Portugueses, op. cit.*, 61.

49 Disponível em: <http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCStatementofPrinciplesJun07.pdf>.

50 JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. II – Das Sociedades, 3.ª ed., Almedina, 2009, 240.

ses da entidade gestora, os respetivos acionistas e as sociedades que com eles encontrem em relação de domínio ou de grupo, e os interesses do fundo e seus participantes.

À partida, o problema não deveria colocar-se, dado a entidade gestora ter o poder funcional de administrar o fundo em representação dos participantes por conta dos participantes e no interesse exclusivo dos participantes de modo independente (artigos 1.º, n.º 2, 33.º, n.º 1 e 34.º, n.º 2 do RJOIC).

Porém, constata-se uma instrumentalização da gestão dos FIM por interesses alheios, o que levou à intervenção do legislador através do Decreto-Lei n.º 62/2002, de 20 de março, orientação igualmente presente no novo regime dos OIC⁵⁵.

Neste contexto de evitar os conflitos de interesses, exige-se a justificação perante a CMVM e o mercado do sentido de voto emitido nas assembleias gerais de sociedades de que o fundo seja "sócio", proibindo-se à sociedade gestora o exercício de voto através de representante comum a entidade que com ela se encontra em relação de domínio ou de grupo por presumida violação do princípio da exclusiva defesa dos interesses dos participantes⁵⁶.

A origem do problema está claramente relacionado com a questão da titularidade dos fundos, pois, tal como refere Maria João Romão Vaz Tomé, é muito

difícil conciliar "de um lado a necessidade de assegurar à sociedade gestora uma plena autonomia e o mais amplo poder de disposição em nome próprio do património constitutivo do fundo (em vista de uma administração eficiente) e, de outro lado, a exigência de preservar a atividade gestória à satisfação do interesse dos participantes e de lhes atribuir os resultados económicos da gestão"⁵⁷.

Importa, por isso, abordar a natureza jurídica dos Fundos de Investimento Mobiliário, bem como, o tipo de relação que intercede entre os participantes e o fundo e a sociedade gestora e o fundo. No que concerne à natureza jurídica dos Fundos de Investimento Mobiliário, podemos admitir três soluções: como a comunhão do património, no caso de considerarmos que o património pertence aos participantes (artigo 4.º, n.º 2 do RJOIC), (permitindo aplicar subsidiariamente com as devidas adaptações as regras da compropriedade — artigo 1404.º do Código Civil); o modelo fiduciário no caso de atribuirmos essa titularidade à sociedade gestora; e a solução análoga à do trust anglo-americano na hipótese de a titularidade ser atribuída simultaneamente aos participantes e à sociedade gestora.

Para determinar qual a melhor solução importa analisar as posições jurídicas dos participantes e da entidade gestora.

Quanto aos participantes, segundo Maria João Romão Carreiro Vaz Tomé "não têm qualquer poder de uso, de administração ou de disposição sobre os bens constitutivos do fundo."⁵⁸. Logo não são titulares da propriedade do direito comum (305.º do Código Civil). "Trata-se, necessariamente, de um diverso estatuto proprietário, de uma propriedade coletiva em que as prerrogativas são estabelecidas pela regulamentação especial que disciplina os fundos de investimento"⁵⁹.

Deste modo, a Autora acaba por entender que é defensável a solução dogmática da fidejussão cum amico ou do trust anglo-americano⁶⁰. Estes ordenamentos

⁵⁷ MARIA JOÃO ROMÃO VAZ TOMÉ, *Alguns aspectos dos fundos comuns de investimento mobiliário abertos privados*, op. cit., 138.

⁵⁸ MARIA JOÃO ROMÃO VAZ TOMÉ, *Alguns aspectos dos fundos comuns de investimento mobiliário abertos privados*, op. cit., 139: "Os seus direitos à boa gestão do fundo traduzem-se em direitos de crédito, dirigidos aos resultados da gestão, à distribuição periódica de proventos (no caso de não se tratar de um fundo de capitalização), ao reembolso do montante inerente às unidades de participação e à liquidação final do fundo. Os seus direitos são de natureza meramente obrigacional (e, numa aceção clássica, não real sobre o património constitutivo do fundo) perante a sociedade gestora e o depositário, e não contra os restantes participantes".

⁵⁹ MARIA JOÃO ROMÃO VAZ TOMÉ, *Alguns aspectos dos fundos comuns de investimento mobiliário abertos privados*, op. cit., 139.

⁶⁰ Quanto à justificação deste entendimento, vide MARIA JOÃO ROMÃO VAZ TOMÉ, *Alguns aspectos dos fundos comuns de investimento mobiliário abertos privados*, op. cit., 140: "Na verdade, o património

Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pita e Cunha, vol. II, Alameda, 2010, 147-148.

⁵⁵ "O exercício do direito de voto inerente às ações detidas pelos fundos de pensões pertence ao sujeito em nome do qual as mesmas se encontram registadas — e que será habitualmente o seu gestor ou o intermediário financeiro, com o qual a entidade gestora (ou o próprio fundo, nos sistemas jurídicos que admitem formas personalizadas de fundos de pensões) haja celebrado um contrato de intermediação. Sublinha-se contudo desde já que as sociedades gestoras ou o intermediário de voto são apenas investidas na legitimidade para exercer o direito de voto, que todavia constitui um direito que integra a esfera jurídica dos participantes do fundo; o título de propriedade, e não a esfera jurídica dos participantes do fundo, a título de propriedade, e não a esfera jurídica da entidade gestora ou do intermediário financeiro — que são, por via das atribuições legais que lhes são dirigidas meros agentes catalisadores das dificuldades de exercício daqueles direitos por uma pluralidade de sujeitos (participantes) que partilham entre si os direitos inerentes às ações detidas pelo fundo, mas não possuem instrumentos comuns que lhes permitam o respetivo exercício".

⁵⁶ Podemos observar algumas disposições legais neste sentido: artigo 33.º, n.º 1 — "A entidade gestora, no exercício das suas funções, age de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes"; artigo 34.º, n.º 2 — "Os membros dos órgãos de administração da entidade gestora agem de modo independente e no exclusivo dos participantes".

⁵⁷ Assim lê-se, no artigo 74.º — "As entidades gestoras comunicam à CMVM e ao mercado a justificação do sentido de exercício do direito de voto inerente a ações da carteira dos OICVM que gerem, nos termos a definir em regulamento", e no artigo 33.º n.º 3 — "A entidade gestora não pode exercer os direitos de voto inerentes aos valores mobiliários detidos pelos OIC que gere: a) Através de representante comum a entidade que com ela se encontra em relação de domínio ou de grupo: (...)".

jurídicos tornaram bem claro o pendão fiduciário da relação jurídica estabelecida entre os participantes e a entidade gestora.

No nosso ordenamento jurídico, a solução não é tão clara dado o legislador ter estabelecido que nas sociedades gestoras de fundos de investimento coletivo e que “a entidade gestora, no exercício das suas funções, age de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes” (artigo 33.º, n.º 1 do RJOG).

Consideramos, por isso, que se pode falar numa propriedade fiduciária da sociedade sobre o património constitutivo do fundo de investimento, tratando-se de uma administração em nome próprio mas no interesse dos participantes, dado estes últimos pretenderem um investimento bem sucedido nas suas contribuições por parte da sociedade.

Concluímos, assim, quanto à natureza jurídica que a titularidade do fundo é da sociedade gestora. Contudo não podemos deixar de referir que esta titularidade é concedida no interesse exclusivo interesse dos participantes. Trata-se da fidúcia enquanto técnica de gestão de patrimónios⁶¹.

Cumpramos ainda analisar o modo de formação da “vontade de voto” e a quem pertence a legitimidade para a definição do sentido de voto. Segundo Gabriela Figueiredo Dias “o problema poderá colocar-se de forma diversa e obter respostas signi-

ficativamente diferentes, consoante a análise seja feita no contexto normativo português ou, a título de exemplo, num qualquer regime anglo-saxónico”. Embora, a Autora explore esta problemática no que respeita a Fundos de Pensões⁶², a mesma análise pode ser realizada em relação aos Fundos de Investimento Mobiliário.

Tendo em consideração que se regista a segregação entre a titularidade do direito de voto e a legitimidade para o processo de decisão inerente ao exercício do direito de voto entendemos que a autoria e a legitimidade no processo de decisão e exercício do direito de voto detidas pelo fundo também pertencem inequivocamente à entidade gestora. Todavia, a entidade gestora é responsável por esse processo de decisão e atuação e eventualmente, pelo respetivo desempenho do fundo.

Na nossa opinião, na linha de João Calvão da Silva, tratar-se aqui de um poder-dever da entidade gestora, tal como entende João Calvão da Silva, à semelhança daqueles que classicamente se encontram no domínio dos institutos do poder paternal, tutoria e representação em geral, onde o titular dos poderes é neles investido pela ordem jurídica com o escopo exclusivo de, através deles, permitir a realização do interesse dos representados (menor, interdito ou representado)⁶³.

Concordamos, assim, com a conclusão de Gabriela Figueiredo Dias: “Em qualquer dos casos, o eventual direito que se reconheça à entidade gestora no que respeita à decisão de voto relativamente às ações detidas pelo fundo por ela gerido será sempre um direito sem conteúdo autónomo e puramente funcionalizado aos interesses do fundo ou dos participantes que só assume relevo — no âmbito do exercício do direito de voto como em qualquer outro âmbito de atuação da entidade gestora em representação do fundo — na medida em que se projete clara e positivamente na realização dos interesses dos participantes do fundo”⁶⁴.

3.3.2. O dever de voto da entidade gestora?

No nosso ordenamento jurídico não se encontra explicitamente consagrada a obrigatoriedade de exercício do direito de voto pelos gestores de fundos.

⁶² Quanto aos Fundos de Pensões, cf. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Efeitos da Gestão de Participações Societárias de Fundos de Pensões*, op. cit., 148.

⁶³ Palavras proferidas pelo Senhor Professor João Calvão da Silva, no seminário de Fundos de Investimento, no XII Curso de Pós-Graduação em Direito Bancário, da Bolsa e dos Seguros, Coimbra, dezembro 2010.

⁶⁴ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Efeitos da Gestão de Participações Societárias de Fundos de Pensões*, op. cit., 153

⁶¹ Com um diferente entendimento, MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ, *Alguns aspetos dos fundos comuns de investimento mobiliário abertos privados*, op. cit., 141: “O facto de a disciplina dos fundos de investimento assentar sobre categorias proprietárias fornece um relevante elemento hermenéutico, permitindo aproximar os fundos de modelos jurídicos historicamente alheios ao nosso ordenamento, designadamente do trust. Tendo em conta a conta a circulação de modelos jurídico-económicos, o trust surge como paradigma para disciplinar e identificar a fisionomia dos fundos, dos patrimónios objeto de separação patrimonial, sendo a posição jurídica do beneficiário atribuída aos participantes. O trust consente suspender as dificuldades de enquadramento sistemático que a relação trilateral a que o fundo dá vida suscita”; “Ao nível prático compete resolver os problemas concretos que a aplicação do instituto coloca, não procurar fora da lei especial (Decreto-Lei n.º 252/2003) os critérios hermenéuticos que devem, pelo contrário, ser encontrados no seio da mesma. Não poderá, deste modo, no âmbito da desenvolvimento do instituto dos fundos de investimento, descurar-se a sua matriz: o trust”. Vide MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ/DIOGO LEITE DE CAMPOS, *A Propriedade Fiduciária (Trust)*, Estudo para a sua consagração no Direito Português, Almedina, Coimbra, 1999.

No entanto, podemos considerar que o disposto no artigo 31.º, n.º 2, al. a), subalínea ii) do RJOIC, estabelece a competência da entidade gestora de praticar os atos e operações necessárias à boa concretização da política de investimento, nomeadamente, a de exercer os direitos relacionados com o OIC, incluindo os direitos de voto.

Um argumento de ordem prática que pode justificar o dever de voto por parte da entidade gestora resulta de um relatório de 2008 da CMVM, em que se demonstrava uma participação pouco ativa dos fundos nacionais nas assembleias gerais dos emittentes nacionais, chegando mesmo a mesma a ser inferior à assumida por fundos de investimento estrangeiro.

Sobre o mesmo problema, Gabriela Figueiredo Dias refere que “o destaque que tem sido, em certos estudos, ao possível impacto negativo do *activismo acionista* dos organismos de investimento coletivo não tem, de resto, habitualmente em consideração, ao menos a intervenção dos fundos de pensões, mas sim o comportamento acionista de outras estruturas de investimento coletivo, com objetivos de investimento a curto prazo e finalidades puramente especulativas”⁶⁵.

Porém, a mesma Autora acaba por salientar relativamente a Fundos de Pensões a necessidade de os gestores equacionarem as vantagens do exercício de um *activismo acionista*, constituindo, deste modo, o exercício do direito de voto, um dever típico da gestão fiduciária dos Fundos de Pensões⁶⁶, ainda, que em conformidade com a sua natureza fiduciária, o voto deva ser exercido no exclusivo interesse do fundo e dos seus beneficiários.

Pelo anteriormente exposto, defendemos a consagração de um dever de votar por parte da entidade gestora de forma a atuar no “*exclusivo interesse dos participantes*” (artigo 33.º, n.º 1 do RJOIC) e de exercer as funções que lhe compete de acordo com “(...) *critérios de elevada diligência e competência profissional*” (artigo 33.º, n.º 2 do RJOIC).

⁶⁵ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Efeitos da gestão de participações societárias de fundos de pensões*, in Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pita e Cunha, vol. II, Almedina, 2010, 141 e 142.

⁶⁶ *Idem*, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, op. cit., 142: “não obstante não se encontrarem ainda inteiramente esclarecidas a medida e o enfoque exato da influência exercida pelos fundos de pensões nas sociedades participadas pelo exercício de posições ativas, a necessidade de os gestores dos fundos de pensões equacionarem as vantagens do exercício de um *activismo acionista* constitui claramente um dever típico da gestão fiduciária dos fundos de pensões. E esse dever surge tanto mais consistente quanto mais decisivos se mostrarem os assuntos sobre os quais os gestores possa ou deva exercer a sua influência, mediante os expedientes societários ao seu alcance (participação em assembleia geral, introdução de pontos de ordem dos trabalhos e formulação de propostas concretas, voto e outros expedientes menos institucionais, como a manutenção de um diálogo contínuo e substancial com os órgãos de administração e de fiscalização da sociedade, cartas dirigidas aos mesmos órgãos, pedidos de informação ao abrigo das disposições legais de proteção dos acionistas, etc.)”.

Síntese conclusiva

O nosso contributo pessoal neste estudo centra-se essencialmente em duas conclusões:

1.º A admissão no ordenamento jurídico português de os FIM gozarem de personalidade jurídica como forma de resolver os problemas que se geram ao nível dos conflitos entre a entidade gestora e os participantes. A atribuição de personalidade jurídica aos FIM contribuiria ainda para o reforço nas políticas de informação, assegurando maior clareza e transparência para os investidores; e

2.º A consagração de um dever de voto das entidades gestoras de FIM no ordenamento jurídico português de modo a melhor salvaguardar os interesses dos participantes.