



LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES LEITÃO
Professor Catedrático da FDUL
Advogado

Fundos de investimento

Investment funds

RESUMO: O presente artigo analisa os fundos de investimento enquanto forma contratual dos organismos de investimento colectivo. Depois de uma análise histórica sobre a sua criação e desenvolvimento, a nível internacional e especificamente em Portugal, são analisadas as principais modalidades de fundos de investimento existentes. Depois são estudadas as características dos fundos de investimento nos termos do seu regime jurídico, com especial análise sobre a responsabilidade da sociedade gestora e dos depositários perante os participantes.

Palavras-chave: (i) fundos de investimento; (ii) participantes; (iii) sociedade gestora; (iv) depositários.

ABSTRACT: This article analyzes investment funds as a contractual form of collective investment undertakings. After a historical analysis of its creation and development, internationally and specifically in Portugal, the main types of existing investment funds are analyzed. Then, the characteristics of investment funds under their legal regime are studied, with special analysis on the liability of the management company and depositaries towards the participants.

Keywords: (i) investment funds; (ii) participants; (iii) management company; (iv) depositaries.

SUMÁRIO: 1. Generalidades. 2. Nota histórica. 3. Modalidades de fundos de investimento. 4. Características dos fundos de investimento: 4.1. Generalidades; 4.2. Representação dos direitos dos participantes através de unidades de participação; 4.3. Independência da gestão do fundo em relação aos participantes; 4.4. Limitação dos direitos dos participantes ao património do fundo e da sua responsabilidade ao valor da unidade de participação subscrita; 4.5. Irresponsabilidade do património do fundo por obrigações dos participantes, da sociedade gestora ou dos depositários; 4.6. Responsabilidade da sociedade gestora ou dos depositários pelos danos causados aos participantes. 5. Conclusão.

1. Generalidades.

Os fundos de investimento constituem organismos de investimento colectivo, sendo definidos no art. u) do Regime Geral dos Organismos de Investimento Colectivo (RGOIC), aprovado pela Lei 16/2015, de 20 de Fevereiro, como “patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, pertencentes aos participantes no regime geral de comunhão regulado no presente Regime Geral”¹. Da sua qualificação como organismos de investimento colectivo resulta o facto de não desenvolverem actividade económica própria, sendo o capital neles investido gerido por terceiros, e de vigorar um princípio de igualdade dos participantes, uma vez que o investimento destes é gerido de forma idêntica, sendo a subscrição e o resgate das participações efectuada com base no valor do património autónomo².

Nos termos do art. 5.º do RGOIC, os fundos de investimento constituem uma forma contratual de investimento colectivo, não revestindo assim natureza societária, como ocorre com as sociedades de investimento colectivo, criadas pelo D.L. 71/2010, de 18 de Junho³.

¹ Esta Lei foi sucessivamente alterada pelo D.L. 124/2015, de 7 de Julho, pelo D.L. 77/2017, de 30 de Junho, pela Lei 104/2017, de 30 de Agosto, pelo D.L. 56/2018, de 9 de Julho, pela Lei 35/2018, de 20 de Julho, pelo D.L. 144/2019, de 23 de Setembro, pela Lei 25/2020, de 7 de Julho, e pela Lei 50/2020, de 25 de Agosto.

² Cfr. Maria João Romão Carreiro Vaz Tomé, *Alguns aspectos dos fundos comuns de investimento mobiliário abertos*, em *Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira*, coord. Maria de Fátima Ribeiro, Almedina: Coimbra (2007), 123-144, 124-125.

³ Conforme explica Maria João Carreiro Vaz Tomé, *Fundos de investimento mobiliário abertos*, Almedina: Coimbra (1997), 16: “a doutrina dominante nos países de direito conti-

O funcionamento dos fundos de investimento obedece ao princípio da obtenção da máxima rentabilidade através do mínimo risco possível. A minimização do risco é conseguida através da gestão conjunta de uma carteira bastante vasta de títulos, entregue a uma sociedade gestora, recebendo os participantes no fundo uma quota ideal desse conjunto, representada por um certificado de participação. Já a máxima rentabilidade resulta da opção pelo investimento em activos que se podem valorizar facilmente e de fácil mobilização, permitindo assim uma remuneração adequada do investimento dos participantes.

2. Nota histórica.

O primeiro antecedente dos fundos de investimento surge na Holanda em 1774 por iniciativa do comerciante Abraham van Ketwich que, após a crise financeira de 1772-1773, decidiu proporcionar a pequenos investidores uma oportunidade de obter lucros com baixo risco. Para esse efeito, criou um fundo denominado com a divisa da República Holandesa, *Eendragt Maakt Magt* (“a união faz a força”), que conseguia baixar os riscos diversificando os investimentos em vários países, designadamente Alemanha, Áustria, Dinamarca, Espanha, Suécia, Rússia, e várias plantações coloniais na América Central e do Sul. Esse fundo previa uma liquidação ao fim de 25 anos, prometendo uma remuneração do capital de 4%, com acertos em função dos resultados do fundo, sendo a subscrição aberta ao público até ao limite de 2.000 unidades de participação,

mental, com fundamento na existência de um contrato na base do fundo, afirma a existência de fundos de tipo contratual, por contraposição aos fundos de tipo societário, ou *trusts*, característicos dos países anglo-saxónicos. Desenha assim conceitualmente os fundos de investimento com a um recurso a um *contrato constitutivo* que, conforme os países, se poderá designar como *Réglement de Gestion*, *Treuhandvertrag*, *Trust Agreement* ou *Trust Deed*. Consequentemente, pode afirmar-se que nesse contrato participam, pelo menos três sujeitos: o fundador ou promotor (que pode ser, como se dirá, uma sociedade por acções), o depositário que, por via de regra, é um banco e, em alguns casos, uma sociedade fiduciária e, por último, o aforrador ou subscritor”.

que poderiam ser alienadas pelos participantes, constituindo assim um modelo de fundo fechado⁴.

O enorme sucesso do *Eendragt Maakt Magt* levou à criação de novos fundos na Holanda, como *Voordelig en Vorsigtig* (“lucrativo e prudente”), lançado em 1776 por um consórcio de banqueiros de Utrech, e o *Concordia Res Parvae Crescunt* (versão original latina da expressão *Eendragt Maakt Magt*) lançado também por Abraham van Ketwich em 1779⁵.

Posteriormente, no séc. XIX, o modelo dos fundos de investimento expande-se para a Suíça (1849), para o Reino Unido, com o *Foreign and Colonial Government Trust* (1868) e depois para os Estados Unidos da América (1894) e para a Alemanha (1923). Os fundos de investimento permaneceram durante o séc. XIX como fundos fechados, tendo o primeiro fundo de investimento aberto, o *Massachussets Investors Trust*, surgido nos EUA em 1924⁶.

Em Portugal os fundos de investimento foram criados pelo Decreto-Lei 46342, de 20 de Maio de 1965, cujo preâmbulo justificava a sua criação porque “em numerosos países as sociedades e os fundos de investimento constituem valiosos instrumentos de canalização das poupanças e servem uma necessidade específica do pequeno e médio investidor, que procura uma rentabilidade estável para as suas economias, com um mínimo de risco e liquidez quase garantida”. O regime jurídico foi bem recebido, tendo sido criados logo em 1966 dois fundos, o Fundo de Investimentos Atlântico (FIA) e o Fundo de Investimentos para o Desenvolvimento Económico e Social (FIDES).

Os fundos FIDES e FIA vieram, porém, a ser profundamente afectados pela nacionalização das empresas a seguir ao 11 de Março

⁴ Cfr. Geert K. Rouwenhorst, *The Origins of Mutual Funds* (12-dez.-2004), Yale ICF Working Paper No. 04-48. Acessível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=636146> (consultado a 4 de julho de 2021), 1 e 5.

⁵ Cfr. Rouwenhorst, *The Origins* cit., 10-11.

⁶ Cfr. Rouwenhorst, *The Origins* cit., 16 ss., e CMVM, *Estudo sobre a Indústria de Fundos de Investimento em Portugal*, disponível em https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/EstudosEWorkingPapers/Pages/20020919_ifip_intro.aspx (consultado a 4 de julho de 2021).

de 1975, uma vez que as suas carteiras de títulos integravam predominantemente acções das empresas que vieram a ser nacionalizadas. Por esse motivo os dois fundos vieram a ser nacionalizados em 1976, tendo sido indemnizados os detentores de certificados de participação⁷.

A estabilização do funcionamento da economia veio a permitir o regresso dos fundos de investimento, tendo um novo regime sido aprovado em 1985, através do Decreto-Lei 134/85, de 2 de Maio. Conforme explicava o seu preâmbulo, com esse diploma pretendia-se “uma nova regulamentação daqueles fundos, os quais poderão, como se deseja, tomar-se instrumentos importantes na aplicação criteriosa de capitais, sobretudo das pequenas e médias poupanças”. O diploma, porém, pouco diferia do regime anterior, salvo pelo facto de os fundos deverem ter uma composição que permitisse a diversificação do risco (cfr. art. 13.º) e de se pretender evitar que os fundos pudessem ser utilizados como forma de obter o controlo de sociedades (art. 14.º).

Passados dois meses, viriam a surgir, através do Decreto-Lei 246/85, de 12 de Julho, os fundos de investimento imobiliário, destinados a estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário, em face da crise que o mesmo atravessava. A sua composição assentava necessariamente em imóveis inscritos no registo predial ou em participações superiores a 50% no capital de sociedades que tenham as suas acções cotadas em bolsas de valores e se dediquem exclusivamente à aquisição, venda, arrendamento e exploração de imóveis (art. 3.º, n.º2).

Através do Decreto-Lei 229-C/88 de 4 de Julho, foram criados os fundos de investimento fechados, que se caracterizam pelo facto de o capital a investir na aquisição de valores, mobiliários ou imobiliários, ser fixado no acto de constituição dos mesmos fundos (art. 2.º, n.º3). O diploma optou, no entanto, por regular igualmente toda a matéria dos fundos de investimento, mobiliários e imobiliários, procedendo assim à revogação dos Decretos-Leis 134/85 e 246/85. Neste âmbito, e conforme referia o seu preâmbulo, permitiu-se um mode-

⁷ Cfr. o preâmbulo do D.L. 134/85, de 2 de Maio.

rado alargamento da composição do património dos fundos (arts. 12.º e 13.º) e determinou-se um incremento da informação a prestar sobre as suas actividades, conferindo-lhe um maior rigor e acessibilidade (arts. 22.º, 23.º e 26.º). Finalmente, permitiu-se às sociedades gestoras a gestão de mais do que um fundo (art. 5.º, n.º1).

O surgimento da Directiva 85/611/CEE, do Conselho, de 20 de Dezembro de 1985, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), obrigou à sua transposição pelo Decreto-Lei 276/94, de 2 de Novembro, que no entanto apenas abrangeu os fundos de investimento mobiliários, quebrando assim a unificação do regime dos fundos de investimento. Apesar de a Directiva admitir, nos termos do seu art. 1.º, n.º3, que os OICVM “podem, por força da respectiva 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)”, o Decreto-Lei 276/94 apenas admitiu a forma contratual dos fundos de investimento. Apesar de a Directiva não abranger os fundos de investimento fechados (art. 2.º), o Decreto-Lei 276/94 continuou a regulá-los (arts. 4.º, n.º1, e 48.º e ss.), prevendo ainda novas figuras de fundos abertos, como os fundos de tesouraria (arts. 52.º e ss.), os fundos de fundos (arts. 55.º e ss.) e os agrupamentos de fundos (arts. 58.º e ss.).

Posteriormente, o Parlamento Europeu e o Conselho da União Europeia voltaria a legislar em matéria de organismos de investimento colectivo através da Directiva 2001/107/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002, que altera a Directiva 85/611/CEE do Conselho que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) com vista a regulamentar as sociedades de gestão e os prospectos simplificados, e da Directiva 2001/108/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002, que altera a Directiva 85/611/CEE do Conselho, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), no que diz respeito aos investimentos em OICVM. Estas Directivas vieram a

ser transpostas pelo Decreto-Lei 252/2003, de 17 de Outubro, que em consequência aprovou o novo regime jurídico dos organismos de investimento colectivo e suas sociedades gestoras.

O Parlamento Europeu e o Conselho viriam novamente a regular os organismos de investimento colectivo através da Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM). Em execução desta Directiva, a Comissão aprova a Directiva 2010/43/UE da Comissão de 1 de Julho de 2010 que aplica a Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos organizativos, aos conflitos de interesse, ao exercício da actividade, à gestão de riscos e ao conteúdo do acordo celebrado entre o depositário e a sociedade gestora. Para transposição destas Directivas surge o Decreto-Lei 63-A/2013, de 10 de Maio.

Posteriormente surge a Directiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Directivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) 1060/2009 e (UE) 1095/2010. Conforme resulta dos seus considerandos 1) a 4) o surgimento desta Directiva resulta da crise financeira internacional, tendo-se considerado que devido ao volume significativo de activos investido pelos fundos de investimento alternativos, a sua actividade poderia disseminar ou amplificar os riscos no sistema financeiro. Por isso a Directiva pretendeu estabelecer um enquadramento regulamentar e de supervisão harmonizado e rigoroso da sua actividade. Esta Directiva viria a ser transposta pela Lei 16/2015, de 24 de Fevereiro, com sucessivas alterações, a última das quais pela Lei 50/2020, de 25 de Agosto.

3. Modalidades de fundos de investimento.

Os fundos de investimento podem revestir várias modalidades, sendo, no entanto, sujeitos a um princípio de tipicidade, a qual não é necessariamente legal, uma vez que se admite que os fundos de

investimento possam ser estabelecidos em regulamento da CMVM, desde que sejam asseguradas as necessárias condições de transparência e informação (art. 4.º RGOIC). Actualmente, os fundos de investimento são regulados pelo Regulamento da CMVM 2/2015, republicado pelo Regulamento da CMVM 3/2020, cujo art. 3.º, n.º1, atenua a tipicidade dos fundos de investimento, na medida em que estabelece que “os organismos de investimento coletivo em valores mobiliários e os organismos de investimento alternativo em valores mobiliários podem adotar, em função da política de investimento prevista nos documentos constitutivos, um dos tipos previstos no presente capítulo ou a combinação de dois quando um dos tipos for organismo de investimento coletivo de índice, organismo de investimento coletivo de capital garantido ou organismo de investimento coletivo estruturado”, admitindo assim a combinação de modalidades de fundos. Para além disso, o art. 3.º, n.º2, admite que não seja adoptada qualquer modalidade prevista no Regulamento desde que seja assegurado: “a) Que a política de investimento, incluindo os limites aplicáveis aos ativos que compõem a sua carteira, é claramente definida e permite salvaguardar devidamente os interesses dos investidores; b) Que a designação contém, respetivamente, a expressão «investimento mobiliário» ou «investimento alternativo mobiliário””. Desta forma a tipicidade dos fundos de investimento é em grande parte esvaziada.

A primeira classificação a estabelecer é entre fundos abertos e fundos fechados, consoante o número de unidades de participação seja variável ou esteja fixado no momento da constituição do fundo (cfr. art. 10.º, n.º1, RGOIC). Os fundos de investimento fechados sofrem a importante restrição de que a unidade de participação não pode ser objecto de resgate, salvo disposição legal ou regulamentar em contrário (art. 10.º, n.º3, RGOIC), o que leva a que em princípio o capital investido só possa ser reembolsado aquando da liquidação do fundo⁸. Pelo contrário, nos fundos abertos, as unidades de par-

⁸ Vaz Tomé, *Alguns aspetos* cit., 126 afirma mesmo que “a nota distintiva dos fundos abertos encontra-se não tanto na liberdade de entrada como na liberdade de saída do aforrador/investidor/participante (...). Esta liberdade manifesta-se, no plano jurídico, através do

ticipação são emitidas e resgatadas a pedido dos participantes, de acordo com o estipulado nos documentos constitutivos e em regulamento da CMVM (art. 10.º, n.º2, RGOIC), verificando-se consequentemente uma variabilidade das unidades de participação do fundo⁹. Daqui resulta que a liquidez do investimento é muito maior nos fundos de investimento de tipo aberto, em que o participante tem a possibilidade de liquidar em dinheiro o valor da unidade de participação mediante a solicitação do seu resgate. Nos fundos de investimento fechados a possibilidade de realizar em dinheiro o valor da participação é limitada à sua alienação.

Outra classificação distingue entre fundos de investimento mobiliário e imobiliário, consoante a composição do seu património consista em activos mobiliários ou antes em activos imobiliários (art. 2.º, n.º1, a) RGOIC). Os fundos de investimento mobiliário podem ser compostos por valores mobiliários (art. 168.º RGOIC), instrumentos do mercado monetário (art. 169.º RGOIC) e instrumentos financeiros derivados (art. 170.º RGOIC), incluindo índices financeiros (art. 171.º RGOIC), nos termos e condições estabelecidas no art. 172.º RGOIC. Já os fundos de investimento imobiliário pode ser constituídos por imóveis (art. 204.º RGOIC), unidades de participação em organismos de investimento imobiliário (art. 206.º RGOIC), e participações sociais em sociedades imobiliárias (art. 205.º RGOIC). Os fundos de investimento imobiliário podem ainda integrar instrumentos financeiros derivados para cobertura do risco dos ativos dos organismos sob gestão, cujo ativo subjacente e maturidade correspondam à natureza dos ativos e passivos detidos por esses fundos (art. 207.º RGOIC), assim como liquidez, designadamente depósitos bancários suscetíveis de mobilização a todo

exercício do direito de resgate das unidades de participação, ou seja, do direito à liquidação do investimento (...).”

⁹ Conforme escreve Catarina Romão Pinho, *Os fundos de investimento mobiliário no Direito português: natureza jurídica e exercício do direito de voto pela entidade gestora*, 4 RDS (2012), 111-145 (120), “esta variabilidade ou «*numerus apertus*» decorre da existência de uma porta de entrada e saída do público, sempre aberta, com emissões e reembolsos de unidades de participação a todo o tempo: emitidas contra a integração no ativo (do fundo) da soma pecuniária correspondente ao preço de subscrição (...)”.

o momento, certificados de depósito, unidades de participação de organismos de investimento do mercado monetário ou do mercado monetário de curto prazo e instrumentos financeiros emitidos ou garantidos por um Estado membro com prazo de vencimento residual inferior a 12 meses (art. 208.º RGOIC).

O Regulamento da CMVM 2/2015 faz ainda referência a outras categorias de fundos, como os fundos do mercado monetário (art. 3.º), os fundos de obrigações (art. 6.º), os fundos de acções (art. 7.º), os fundos de índices (art. 8.º), os fundos de capital garantido (art. 9.º), os fundos estruturados (art. 10.º) e os fundos flexíveis (art. 11.º).

Os *fundos do mercado monetário* (FMM) são regulados pelo Regulamento (UE) 2017/1131, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2017. Nos termos do considerando 2) desse Regulamento estes fundos “são instrumentos de gestão de tesouraria a curto prazo que proporcionam um grau elevado de liquidez, diversificação e estabilidade do valor do capital investido, combinados com um rendimento baseado no mercado”. O art. 3.º desse Regulamento admite três tipos de FMM: a) os FMM com valor líquido de baixa volatilidade (FMM VLV); b) os FMM de dívida pública com valor líquido constante (FMM de dívida pública VLC); e c) os FMM com valor líquido variável (FMM VLBV).

Os *fundos de obrigações* devem obrigatoriamente conter a menção “obrigações”, caracterizando-se por deterem em permanência, no mínimo, 80% do seu valor líquido global investido, directa ou indirectamente, em obrigações, e não poderem investir, directa ou indirectamente, em acções ordinárias (art. 6.º Regulamento CMVM 2/2015). Estes fundos proporcionam um rendimento correspondente à remuneração das obrigações que detêm, variando igualmente o seu risco consoante a política de selecção das obrigações em que investem.

Os *fundos de acções* têm de conter a menção “acções”, caracterizando-se por deterem em permanência, no mínimo, 85% do seu valor líquido global investido, directa ou indirectamente, em acções (art. 7.º Regulamento CMVM 2/2015). Uma vez que envolvem um investimento em acções, têm maior rendimento, mas também maior risco do que os fundos de obrigações.

Os *fundos de índices* caracterizam-se por reproduzirem total ou parcialmente um determinado índice, apenas podendo investir em activos que integrem o índice, direitos associados a esses activos, instrumentos financeiros derivados que tenham por subjacente esses activos, activos previstos no n.º 1 do artigo 169.º do RGOIC e depósitos bancários. No caso de a reprodução do índice ser meramente parcial, a composição da carteira deve assegurar uma exposição ao índice de, pelo menos, 75%, devendo os documentos constitutivos indicar se a política de investimento tem subjacente uma estratégia de gestão activa, designadamente com o fim de superar o desempenho do índice. Caso a exposição ao índice ultrapasse, em valor absoluto, 100%, os documentos constitutivos identificam o grau de alavancagem, incluindo uma descrição do impacto da alavancagem e da periodicidade do cálculo da rentabilidade do organismo de investimento colectivo a médio e a longo prazo (art. 8.º do Regulamento CMVM 2/2015). Trata-se de fundos de risco elevado, associados à evolução do índice que reproduzem.

Os *fundos de capital garantido* caracterizam-se por terem associadas garantias da totalidade do capital e, eventualmente, de um determinado perfil de rendimento. Essas garantias devem ser prestadas por uma instituição de crédito ou uma empresa de seguros estabelecida na União Europeia, ou obtidas mediante a estruturação do património do fundo com activos financeiros adequados aos objectivos da garantia prestada (art. 9.º do Regulamento CMVM 2/2015). Estes minimizam o risco através de uma garantia de reembolso do capital prestada por uma instituição financeira ou através da afectação de activos do fundo a essa garantia.

Os *fundos de investimento estruturados* caracterizam-se por, em datas pré-definidas, permitirem aos investidores auferir ganhos baseados em algoritmos associados aos resultados, a alterações dos preços ou a outras condições de activos financeiros, índices ou carteiras de referência ou organismos de investimento colectivo com características semelhantes (art. 10.º do Regulamento CMVM 2/2015). São naturalmente fundos com um elevado risco associado.

Finalmente, os *fundos de investimento flexíveis* caracterizam-se por não assumirem qualquer compromisso quanto à composição do património nos seus documentos constitutivos. Por esse motivo,

nesses fundos a subscrição das unidades de participação só se torna efectiva, após a ratificação pelo investidor, no respectivo boletim de subscrição, da menção destacada que o risco do fundo pode ser alterado em virtude, nomeadamente, da modificação da composição do património e da natureza dos activos que o integram. Para além disso, a sociedade gestora é obrigada a manter um registo das decisões estratégicas e operacionais respeitantes à política de investimento e respectiva execução, bem como de quaisquer alterações às mesmas, que deve enviar à CMVM sempre que lhe for solicitado (art. 11.º Regulamento CMVM 2/2015). Neste tipo de fundos, não há limitação à política de investimentos da sociedade gestora, podendo por isso haver uma constante variação dos riscos associados ao fundo.

4. Características dos fundos de investimento

4.1. Generalidades

O fundo de investimento constitui um património autónomo, sem personalidade jurídica (art. 2.º, n.º1, u) RGOIC), que é representado por unidades de participação (art. 7.º, n.º1, RGOIC), de que são titulares os participantes no fundo (art. 9.º, n.º1, da Lei 16/2015), sendo obrigatoriamente gerido por uma sociedade gestora de organismos de investimento colectivo (art. 71.º-A, RGOIC). Os valores que constituem a carteira do fundo devem ser confiados a um único depositário (art. 120.º, n.º1, RGOIC), apenas podendo ser depositários as instituições de crédito e as empresas de investimento, que preencham os requisitos constantes do art. 120.º, n.º2, RGOIC, o que constitui uma forma de reforçar a protecção do património dos fundos.

Em relação às características estruturais dos fundos de investimento, as mesmas correspondem às seguintes:

- a) representação dos direitos dos participantes através de unidades de participação;
- b) independência da gestão em relação aos participantes;

- c) limitação dos direitos dos participantes ao património do fundo e da sua responsabilidade ao valor da participação subscrita;
- d) irresponsabilidade do património do fundo por obrigações dos participantes, da sociedade gestora ou dos depositários;
- e) responsabilidade da sociedade gestora pelos danos causados aos participantes.

Examinemos sucessivamente estas características:

4.2. Representação dos direitos dos participantes através de unidades de participação

A primeira característica dos fundos é a representação dos direitos dos participantes através de unidades de participação, as quais constituem um título de crédito especial, que atribui o direito de participar nos resultados de uma actividade económica, na proporção do número de unidades emitido. Nesse âmbito, as unidades de participação, embora estabeleçam a participação dos resultados da actividade, distinguem-se das acções pelo facto de não permitirem o exercício de direitos sociais na sociedade gestora, nomeadamente o direito de voto. As unidades de participação também não se confundem com as obrigações, porque a sua remuneração não é estabelecida a uma taxa fixa, variando consoante os resultados. Está-se assim perante uma categoria especial de títulos de participação, sendo os mesmos considerados como valores mobiliários¹⁰.

Apesar de a lei referir que as unidades de participação atribuem aos participantes a pertença do fundo em situação de comunhão (art. 3.º, n.º1, a) RGOIC), o que leva alguma doutrina a qualificar a situação como um “direito de propriedade *sui generis*”¹¹, não nos parece que a situação dos titulares do fundo possa ser qualificada

¹⁰ Cfr. Vaz Tomé, *Fundos cit.*, 142-143.

¹¹ Assim, Vaz Tomé, *Alguns cit.*, 126, escreve que “as unidades de participação conferem aos seus titulares um «direito de propriedade» *sui generis* sobre o património do fundo, se bem que a intervenção da sociedade gestora e do depositário esbata a relação jurídico-real

como um verdadeiro direito de propriedade, uma vez que este só subsiste sobre coisas determinadas. A transferência de dinheiro, com a contrapartida de restituição de outro tanto, implica sempre a perda da propriedade sobre ele (cfr. arts. 1144.º e 1206.º do Código Civil), com a aquisição de um direito de crédito à restituição. Uma “propriedade de valores”, por essa razão, nada mais é do que um direito de crédito sobre a sociedade gestora e sobre os depositários.

4.3. Independência da gestão do fundo em relação aos participantes

Outra característica dos fundos de investimento é a absoluta independência da sua gestão em relação aos participantes. Ao contrário do que sucede com as sociedades, que se caracterizam por possuírem uma organização interna, que permite algum controlo da gestão por parte dos accionistas, os fundos de investimento são administrados externamente por uma entidade que, embora deva actuar no interesse dos participantes, exerce a gestão de forma independente de qualquer decisão dos mesmos.

Neste sentido, o art. 15.º do RGOIC refere que “a entidade responsável pela gestão, o depositário e as entidades comercializadoras de um organismo de investimento coletivo agem de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes”. Efectivamente, o art. 65.º, n.º1, do RGOIC determina que o organismo de investimento colectivo heterogerido é gerido a título profissional por uma entidade gestora, elegível nos termos do art. 71.º-A, não sendo assim possível aos participantes ingerir-se na gestão do fundo, e muito menos proceder à substituição da sociedade gestora.

Por esse motivo, não nos parece que a relação dos participantes com a sociedade gestora possa ser encarada como a de um contrato de mandato, como tem sido tradicionalmente entendido¹². Efectiva-

entre os participantes e os valores integrantes do fundo dos quais aqueles não podem dispor, nem tão pouco administrar ou utilizar”.

¹² Assim, Pinho, *Os fundos* cit., 129, escreve que se trata “de um mandato de gestão ou administração coletiva, fixado *ex lege* e *ex regulamento*, em que cada um dos participan-

mente, o regime de independência da mesma é incompatível com essa qualificação, uma vez que os participantes não têm a possibilidade de dar instruções à sociedade gestora, ao contrário do que resultaria do art. 1161.º, a) CC), nem sequer têm a possibilidade de por unanimidade retirarem à sociedade gestora essa gestão, como prevê o art. 1173.º CC. Efectivamente, os participantes não têm possibilidade de administrar o fundo, que é competência da sociedade gestora, nem mesmo de controlar a gestão, que incumbe aos depositários¹³. Por esse motivo, o contrato que liga os participantes do fundo à sociedade gestora deve ser antes qualificado como um contrato inominado, pertencente ao género dos contratos de investimento, pelos quais, no âmbito de uma actividade de apelo ao aforro público, uma das partes (o aforrador) confia à outra (o gestor) determinada quantia em ordem a financiar a realização por esta de um conjunto de operações de investimento e desinvestimento¹⁴, em contrapartida de uma participação no património investido.

4.4. Limitação dos direitos dos participantes ao património do fundo e da sua responsabilidade ao valor da unidade de participação subscrita

Outra característica dos fundos de investimento é a limitação dos direitos dos participantes ao património do fundo. Na verdade, não sendo os participantes accionistas da sociedade gestora, não têm qualquer direito ao seu património, nem participam nos resultados da mesma, apenas podendo participar e receber os resultados relativos ao património do próprio fundo, que é assim sujeito a uma segregação patrimonial em relação à sociedade gestora.

Para além disso verifica-se ainda a limitação da responsabilidade dos participantes ao valor da unidade de participação subs-

tes 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”.

¹³ Isso mesmo reconhece Pinho, *Os fundos* cit., 131.

¹⁴ Cfr. Vaz Tomé, *Fundos* cit., 50.

crita. Efectivamente, embora os fundos de investimento não possam ser objecto de declaração de insolvência (art. 2.º, n.º 2, b) CIRE), uma vez que a especialidade do seu regime torna inviável a aplicação a estas entidades do processo de insolvência, a verdade é que podem ser objecto de dissolução e liquidação, nos termos dos arts. 42.º e ss. RGOIC. No entanto, em relação aos participantes no fundo, a liquidação limitar-se-á a apurar o valor final de liquidação da unidade de participação (art. 43.º, n.º 3, RGOIC), que depois lhes será pago (art. 14.º, n.º 2, c) RGOIC) não lhes podendo ser exigido qualquer reforço do investimento.

4.5. Irresponsabilidade do património do fundo por obrigações dos participantes, da sociedade gestora ou dos depositários

Outra característica dos fundos de investimento é a irresponsabilidade do património do fundo por obrigações dos participantes, da sociedade gestora ou dos depositários. Efectivamente, o art. 13.º, n.º 1, do RGOIC é expresso no sentido de que “os organismos de investimento coletivo não respondem, em caso algum, pelas dívidas dos participantes, das entidades que asseguram as funções de gestão, depósito e comercialização, ou de outros organismos de investimento coletivo”, acrescentando o n.º 2 que “pelas dívidas relativas ao organismo de investimento coletivo responde apenas o património do mesmo”. Esta regra é essencial para garantir aos participantes que o fim para que se constituiu o património do fundo será efectivamente prosseguido e que os valores realizados não serão utilizados para fim diverso.

Em consequência desta regra, o património do fundo constitui um património de afectação, que é segregado do património da sociedade gestora, dos participantes e dos depositários, por cujas obrigações pessoais nunca responde¹⁵. Na verdade, o património

¹⁵ Vaz Tomé, *Fundos* cit., 183, Maria João Romão Carreiro Vaz Tomé/Diogo Leite de Campos, *A propriedade fiduciária (Trust). Estudo para a sua consagração no Direito Português*,

do fundo apenas é responsável pelas dívidas do fundo, existindo mesmo assim constrangimentos legais à sua constituição. Efectivamente, o art. 149.º, n.º 1, do RGOIC, estabelece que “a entidade responsável pela gestão não pode conceder crédito, onerar ou prestar garantias por conta do organismo de investimento coletivo sob gestão, exceto para a obtenção de financiamento dentro dos limites estabelecidos no presente Regime Geral, não obstante a possibilidade de serem adquiridos para o organismo de investimento coletivo valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário ou os ativos referidos nas alíneas c), e) e f) do n.º 1 do artigo 172.º não inteiramente realizados”.

4.6. Responsabilidade da sociedade gestora ou dos depositários pelos danos causados aos participantes

Finalmente, é uma característica dos fundos de investimento o estabelecimento da responsabilidade da sociedade gestora e dos depositários pelos danos causados aos participantes, a qual pode ter vários fundamentos.

Em relação à responsabilidade da sociedade gestora, o art. 65.º, n.º 3, RGOIC estabelece que “a entidade gestora responde pelos danos causados aos participantes em virtude do incumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres que lhe sejam impostos por lei, por regulamento ou pelos documentos constitutivos, presumindo-se, em qualquer caso, a sua culpa”. Trata-se assim de uma responsabilidade subjectiva, resultante do incumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres que lhe incumbem, e por isso assente numa presunção de culpa, como é comum na responsabilidade obrigacional (art. 799.º, n.º 1, CC).

Para além disso, refere o art. 65.º, n.º 4, RGOIC, que “sem prejuízo do disposto no número anterior, a entidade gestora compensa

Almedina: Coimbra (1999), 272-273, e Vaz Tomé, *Alguns cit.*, 141 e ss., admitem, em consequência desta regra, uma aproximação dos fundos de investimento à estrutura do *trust* da *common law*, que apenas não seria consagrada pelo facto de não se admitir no nosso direito a distinção entre *legal title* e *equitable title*, imprescindível nessa figura.

os participantes, nos termos e condições definidos em regulamento da CMVM, pelos prejuízos causados em consequência de situações a si imputáveis, designadamente: a) Erros e irregularidades na avaliação ou na imputação de operações à carteira do organismo de investimento coletivo; b) Erros e irregularidades no processamento das subscrições e resgates; c) Cobrança de quantias indevidas”. Neste caso, a situação parece extravasar da responsabilidade subjectiva, parecendo que a sociedade responde objectivamente por este tipo de situações, uma vez que a lei considera que lhe são directamente imputáveis.

Para Maria João Vaz Tomé, uma vez que “a posição da colectividade dos participantes é estruturalmente unitária relativamente à obrigação principal da sociedade gestora (a gestão diligente do fundo) (...) esta, em geral, não pode ser considerada como inadimplente apenas perante alguns — e não da totalidade dos participantes. Consequentemente, poderia dizer-se que, no caso de *mala gestio*, a sociedade gestora é responsável perante todos os participantes, podendo sanar-se a lesão ao interesse da colectividade apenas através da reintegração do património autónomo”¹⁶. Discordamos deste entendimento. A nosso ver, embora o incumprimento seja colectivo, os danos causados aos participantes são individuais, tendo estes não um interesse colectivo, mas antes interesses individuais homogéneos. Por esse motivo, os danos causados a cada participante pelo incumprimento da sociedade gestora poderão variar e não ficam necessariamente limitados à reconstituição do património do fundo.

Em relação à *responsabilidade dos depositários*, a lei estabelece que a mesma pode ocorrer, tanto perante a entidade gestora como perante os participantes: a) pela perda, por si ou por terceiro subcontratado, de instrumentos financeiros confiados à sua guarda; b) por qualquer prejuízo sofrido pelos participantes em resultado do incumprimento doloso ou por negligência das suas obrigações (art. 122.º, n.º 1, RGOIC).

Em caso de perda do instrumento do instrumento financeiro colocado à sua guarda, a lei limita-se a prever que o depositário deve

¹⁶ Cfr. Vaz Tomé, *Fundos* cit., 108 e 116 e ss.

em tempo útil devolver à entidade responsável pela gestão um instrumento financeiro do mesmo tipo ou o montante correspondente (art. 122.º, n.º 2, RGOIC), limitando assim a sua responsabilidade à substituição do instrumento financeiro em causa. Essa responsabilidade pode, no entanto, ser excluída se o depositário provar que a perda ocorreu devido a acontecimentos externos que estejam fora do seu controlo razoável e cujas consequências não poderiam ter sido evitadas apesar de todos os esforços razoáveis (art. 122.º, n.º 3, RGOIC). Tal corresponde a uma responsabilidade baseada na presunção de culpa, ainda que a mesma seja especialmente agravada, em virtude da necessidade de demonstrar que a perda resultou de factores externos inevitáveis, não sendo suficiente a demonstração da falta de censurabilidade da conduta. Já no caso da responsabilidade por actos de terceiro, a mesma pode ser elidida pelo depositário, nos termos do art. 122.º, n.º 7, RGOIC.

Já relativamente à responsabilidade do depositário por qualquer prejuízo sofrido pelos participantes em resultado do incumprimento doloso ou por negligência das suas obrigações, a lei prevê que essa responsabilidade ocorre perante os participantes, podendo estes invocá-la de forma directa ou indirecta, através da entidade responsável pela gestão, consoante a natureza jurídica da relação entre o depositário, a entidade responsável pela gestão e os participantes, desde que tal não conduza à duplicação de recursos nem ao tratamento não equitativo dos participantes (art. 122.º, n.º 4, RGOIC).

5. Conclusão

Os fundos de investimento constituem um produto financeiro complexo, assente numa estrutura triangular participantes-sociedade gestora-depositários, no âmbito da qual se gera um património autónomo que apenas responde pelas dívidas do próprio fundo. A multiplicidade de categorias de fundos tem vindo a esbater a tipicidade que tradicionalmente os caracterizava, permitindo uma maior variedade no seu regime, o que torna central a informação aos investidores sobre as suas características e riscos associados.

