



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A Imputação de Direitos de Voto Detidos por Fundos de Investimento

Fernando Jorge Vidal Cordeiro

Orientador: Professor Doutor José Engrácia Antunes

Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2024

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Dissertação de Mestrado

A Imputação de Direitos de Voto Detidos por Fundos de Investimento

Fernando Jorge Vidal Cordeiro

Orientador: Professor Doutor José Engrácia Antunes

Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2024

Ex Nihilo Nihil Fit

Agradecimentos

À minha família, em especial à minha mãe, exemplo de vida pela sua resiliência, entrega, amor, dedicação e pelo esforço e investimento na minha educação. À minha irmã pela preocupação, o carinho e o amparo, e por me trazer à terra sempre que preciso. À Rafaela, por ser o meu porto de abrigo de todos os momentos. Ao meu pai, que olha sempre por mim.

Aos meus amigos, que sempre me ajudaram pela minha vida e em especial durante este período de dissertação.

Ao meu orientador, Professor Doutor José Engrácia Antunes, pela paciência, os conselhos e disponibilidade.

Resumo

A presente dissertação de mestrado tem como objetivo a análise da imputação dos direitos de voto detidos por fundos de investimento, em Portugal. Para tal, é dado um enquadramento geral dos Organismos de Investimento Coletivo, focando-nos nos fundos de investimento, com especial enfoque nas alterações trazidas pelo novo Regime de Gestão de Ativos. Posteriormente, e por referência ao mesmo diploma, analisaremos as entidades relacionadas com os Organismos de Investimento Coletivo. Em seguida, abordaremos a natureza jurídica dos fundos de investimento, elencando as diferentes teses doutrinárias. Finalmente, analisaremos os diferentes critérios de imputação de direitos de voto, constantes do artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários, para que possamos concluir com a análise da imputação dos direitos de voto detidos por fundos de investimento.

Palavras-chave: Organismos de Investimento Coletivo; Sociedade Gestora; Fundos de investimento; Natureza Jurídica; Imputação de direitos de voto.

Abstract

This dissertation aims to analyze the of voting rights imputation held by investment funds in Portugal. To this end, a general overview of Collective Investment Undertakings is given, focusing on investment funds, with a special focus on the changes brought about by the new Asset Management Regime. Subsequently, and in reference to the same legislation, we will analyze the entities associated with Collective Investment Undertakings. Next, we will look at the legal status of investment funds, listing the different doctrinal theses. Finally, we will analyze the different criteria for voting rights imputation set out in Article 20 of the Portuguese Securities and Exchange Code, so that we can conclude with an analysis of the voting rights imputation held by investment funds.

Keywords: Collective Investment Undertakings; Investment Management; Investment Funds; Legal Status; Voting Rights Imputation.

Índice

Siglas e Abreviaturas.....	8
Introdução	9
I. Os Organismos de Investimento Coletivo	10
1. Aspetos Introdutórios	10
2. Os OIC ao Abrigo do novo Regime de Gestão de Ativos	11
3. As Entidades Relacionadas com os OIC	13
3.1. A Entidade Gestora.....	13
3.2. O Depositário.....	14
3.3. A Entidade Comercializadora.....	15
3.4. O Auditor	16
3.5. Nota Conclusiva	16
II. Os Fundos de Investimento	17
1. Noções Gerais.....	17
2. A Autonomia Patrimonial.....	19
3. A Natureza Jurídica	21
4. A Questão da Atribuição de Personalidade Jurídica	27
III. A Imputação de Direitos de Voto.....	29
1. Noções Gerais e Funções.....	29
2. Os Critérios de Imputação de Direitos de Voto.....	31
3. Alguns Critérios em Particular	33
IV. A Imputação de Votos Detidos por Fundos de Investimento	38
1. Questão Prévia.....	38
2. Os Critérios de Imputação do artigo 20º do CVM – a alínea g) em particular.....	39
3. A Imputação para Efeitos do artigo 16º do CVM	41
4. A Imputação para Efeitos do artigo 187º do CVM	42
Conclusão	44
Bibliografia.....	46

Siglas e Abreviaturas

CC – Código Civil

CMVM – Comissão dos Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

FI – Fundo(s) de Investimento

FII – Fundo(s) de Investimento Imobiliário(s)

FIM – Fundo(s) de Investimento Mobiliário(s)

OIA – Organismos de Investimento Alternativo

OIC – Organismo(s) de Investimento Coletivo

OICVM – Organismo(s) de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários

OPA – Oferta Pública de Aquisição

RGA – Regime de Gestão de Ativos

RGOIC – Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo

RJCRESIE – Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Especializado

RJICSF – Regime Jurídico das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

SCR – Sociedade(s) de Capital de Risco

SG – Sociedade(s) Gestora(s)

SGOIC – Sociedade(s) Gestora(s) de Organismo(s) de Investimento Coletivo

SI – Sociedade(s) de Investimento

SS – Seguintes

UP – Unidade(s) de Participação

Introdução

Os Organismos de Investimento Coletivo (OIC) assumem um papel fundamental no panorama financeiro português. Estes concentram o aforro dos investidores, traduzindo-se num investimento em escala maior do que aquele que resultaria do investimento individual. Tal circunstância permite retornos de investimento superiores. O investimento coletivo desse aforro é canalizado para investimentos diversificados e geridos por profissionais, as Sociedades Gestoras (SG).

A presente dissertação visa aprofundar o estudo dos OIC em Portugal, com particular enfoque nos Fundos de Investimento (FI), e no âmbito do recente Regime de Gestão de Ativos (RGA). Para compreender o funcionamento dos OIC é essencial analisar, ainda que em latíssima síntese, as diferentes entidades com as quais estes se relacionam. Abordaremos, por um lado, a SG, responsável pela gestão do OIC e pela tomada das decisões de investimento. Por outro lado, analisaremos o papel das demais entidades relacionadas com os OIC: o depositário, a entidade comercializadora e o auditor. No âmbito dos OIC, os FI assumem particular destaque na medida em que são a estrutura típica do investimento coletivo, permitindo aos participantes o investimento em diferentes tipos de ativos, beneficiando de uma gestão profissional e da divisão dos riscos.

A natureza jurídica dos FI tem sido objeto de estudo na doutrina. Neste trabalho iremos analisar as diferentes correntes, para que possamos, desta forma, partir para uma análise da imputação dos direitos de voto detidos pelos FI. A presente dissertação tem como principal objetivo analisar a imputação dos direitos de voto detidos por FI em Portugal. Assim, um dos temas centrais prende-se com a imputação dos direitos de voto, à luz dos critérios do Código dos Valores Mobiliários (CVM), em especial, os inerentes aos ativos integrantes pelos FI. Com efeito, abordaremos os diferentes critérios de imputação de direitos de voto com relevância para o tema central deste trabalho, procurando o enquadramento mais adequado. Por fim, analisar-se-á em concreto a imputação dos direitos de voto detidos por FI, por referência às principais normas que convocam os critérios de imputação de direitos de voto, procurando responder à questão de a quem deverão tais votos ser imputados.

Creemos que a presente dissertação assume relevância tanto do ponto de vista teórico, como prático. A análise da imputação dos direitos de voto detidos por FI, do ponto de vista

teórico, apresenta-se como o retomar de um tema que parece ter ficado esquecido nos últimos anos, em especial tendo em conta as mais recentes alterações trazidas pelo RGA. De um ponto de vista prático, a questão central da nossa dissertação procura trazer segurança jurídica às relações que se estabelecem entre os participantes, o Fundo e a SG, bem como aos deveres e obrigações decorrentes do investimento gerido por esta. Esperamos que este estudo possa oferecer um contributo significativo para o debate académico e para a prática jurídica, promovendo a transparência do mercado e a proteção dos participantes em FI.

I. Os Organismos de Investimento Coletivo

1. Aspetos Introdutórios

Segundo a letra da lei, os OIC são instituições que visam o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores, de acordo com uma política de investimento previamente estabelecida¹.

O investimento coletivo é uma forma de investimento, distinta do investimento individual. Enquanto o investimento individual pressupõe o conhecimento do funcionamento e das regras dos mercados financeiros, bem como competências de análise e identificação de risco, ou a contratação de entidade/agente que tenha por objeto a atividade de gestão de carteiras de investimento, o qual possa auxiliar ou substituir-se ao investidor individual na tarefa de navegar o mercado de capitais; o investimento coletivo retira grande parte do risco associado ao investimento em mercados financeiros, na medida em que é conduzido por profissionais, os quais têm o dever de atuar no interesse dos investidores.

Os OIC podem revestir duas grandes formas: FI, os quais assumem a forma contratual, consistindo num património autónomo, sem personalidade jurídica; ou Sociedades de Investimento (SI), assumindo estas a forma societária². Foram vários os diplomas legais que regularam os OIC, tendo o DL n.º 46 342, de 20 de maio de 1965, trazido pela primeira vez para o léxico jurídico nacional os FI³. O DL n.º 27/2023, de 28 de abril veio revogar o Regime

¹ Art. 2º do Decreto-Lei n.º 27/2023, de 28 de abril – Regime da Gestão de Ativos (RGA).

² Art. 3º do RGA.

³ Acerca da evolução legislativa *vide* PEREIRA DE ALMEIDA, António – *Governo dos Fundos de Investimento*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, pág. 9-38; MENEZES LEITÃO, Luís – *Fundos de Investimento*, in *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, Vol. 3 (2021), n.º 11, pág. 621-639; CÂMARA, Paulo – *Os Fundos de Investimento*, in AA.VV. –

Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC), através da criação do novo Regime da Gestão de Ativos, adotando um quadro regulatório comum aos vários OIC, passando a regular de forma unitária as matérias que estavam dispersas pelo RGOIC e pelo Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Especializado (RJCRESE)⁴. Encontramos ainda o Regulamento da Comissão dos Valores Mobiliários (CMVM) n.º 7/2023, que concretiza o RGA.

2. Os OIC ao Abrigo do novo Regime de Gestão de Ativos

Quer os FI, quer as SI são esquemas de investimento coletivo, podendo dizer-se que os OIC são um género do qual os FI e as SI são uma espécie⁵.

O art. 2º n.º 1, alínea aa) do RGOIC definia os OIC como “*instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes*”. Desta definição podíamos retirar claramente cinco elementos característicos dos OIC⁶: i) A forma institucional; ii) O investimento coletivo de capitais; iii) A subscrição pública; iv) O princípio da divisão de riscos; v) O interesse exclusivo dos participantes. Estes cinco elementos podem ser agregados em três categorias: “– O seu *objeto*: a gestão de ativos na titularidade coletiva dos participantes, cujo interesse exclusivo deve prevalecer; – A *proveniência* dos capitais aplicados: os capitais são recolhidos junto de investidores; e – A *vocação* de investimento: o património gerido destina-se a ser aplicado em ativos (mobiliários ou imobiliários), de acordo com um princípio de repartição de riscos”⁷.

Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Vol. I, Almedina, 2011, pág. 631-650; REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo Abertos em Valores Mobiliários e Personalidade Jurídica – Estudo Comparado*, in AA.VV. – Direito Privado e Direito Comunitário, 1018ª Ed., Âncora Editora e Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, pág. 319-422.

⁴ TEIXEIRA, João Carlos, Daniela GUIMARÃES – *O Novo Regime de Gestão de Ativos*, 15 de junho de 2023, <https://adcecija.pt/>, consult. em 20 de setembro de 2023.

⁵ PEREIRA DE ALMEIDA, António – *Governo dos Fundos ... Cit.*, 9-38; MENEZES LEITÃO, Luís – *Fundos de Investimento*, in Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, Vol. 3 (2021), n.º 11, pág. 621-639.

⁶ PEREIRA DE ALMEIDA, António – *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. 2, 7ª ed., Coimbra Editora, 2013, pág. 134.

⁷ CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª ed., Almedina, 2016, pág. 798.

Por seu turno, o art. 2º do RGA define os OIC como “*instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores de acordo com uma política de investimento previamente estabelecida*”. Dos cinco elementos identificados supra, por referência à definição de OIC constante do RGOIC, podemos identificar na definição do RGA três deles: a forma institucional, o investimento coletivo e a subscrição pública.

À primeira vista poderíamos julgar que os princípios da divisão de riscos e da prossecução do interesse exclusivo dos participantes foram subalternizados pelas regras estabelecidas nas políticas de investimento dos OIC. No entanto, o princípio da prossecução do interesse exclusivo dos participantes, enquanto pedra de toque dos OIC, encontra-se consagrado no art. 10º do RGA. Já em relação ao princípio da repartição de riscos apenas encontramos referência a este no art. 176º, n.º 1 do RGA, por referência aos Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM).

Em linha com o que já se encontrava previsto no RGOIC, o RGA diferencia a forma dos OIC consoante estes tenham ou não personalidade jurídica. Assim, as SI assumem forma societária; e os FI forma contratual⁸. Do mesmo modo, também no RGA encontramos a distinção entre OIC abertos e fechados, consoante as unidades de participação (UP) (no caso de FI) ou o capital (nas SI) seja em número variável ou fixo. As UP de OIC abertos podem ser resgatadas a pedido dos participantes, de acordo com o estabelecido nos documentos constitutivos, enquanto as UP de OIC fechados não podem ser resgatadas, salvo nos casos previstos na lei ou no regulamento⁹.

As tipologias dos OIC não sofreram qualquer alteração com o RGA, podendo estes ser: a) OICVM; ou b) Organismos de Investimento Alternativo (OIA). Os primeiros têm por objeto exclusivo o investimento coletivo dos capitais obtidos junto do público em valores mobiliários ou outros ativos financeiros líquidos. Os segundos correspondem aos OIC que não se enquadrem como OICVM. Uma das alterações introduzidas pelo RGA foi a redução do elenco de OIA a quatro tipologias, em função do objeto principal do investimento: i) os

⁸ Art. 3º do RGA.

⁹ Art. 4º do RGA.

OIA imobiliários; ii) os OIA de capital de risco; iii) os OIA de créditos; iv) e os demais OIA - uma tipologia residual, com uma composição de carteira flexível¹⁰.

3. As Entidades Relacionadas com os OIC

Contrariamente às SI, os FI não são dotados de personalidade jurídica, pelo que não têm órgãos próprios e internos para exprimir a sua vontade, com exceção da assembleia de participantes, à qual são conferidos poderes limitados¹¹. Como tal, a lei criou entidades com as quais os FI se relacionam obrigatoriamente – a entidade gestora; o depositário; a entidade comercializadora; e o auditor –, que caracterizaremos sucintamente por referência ao regime constante do RGA.

3.1. A Entidade Gestora

Nos termos do art. 6º do RGA “*São sociedades gestoras as entidades cuja atividade habitual é a gestão de organismos de investimento coletivo*”. As SG são as entidades legalmente habilitadas à gestão de OIC. O facto de os FI não terem personalidade jurídica implica a intervenção de uma entidade que assegure a sua competente gestão.

Conforme se referiu supra, as SG agem no exclusivo interesse dos participantes, nos termos dos art. 10º e 65º. Além disso, as SG estão sujeitas a deveres de cuidado na gestão dos OIC, concretizados pela diligência na seleção dos ativos que integram a carteira de ativos, na sua contabilização, no exercício dos direitos inerentes, na distribuição de rendimentos e na prestação de informação¹². As SG adotam, obrigatoriamente, o tipo de sociedade anónima¹³.

Com o RGA passaram a existir apenas duas tipologias de SG: 1) As Sociedades Gestoras de Organismos de Investimento Coletivo (SGOIC), as quais podem gerir quaisquer OIC,

¹⁰ TEIXEIRA, João Carlos, Daniela GUIMARÃES – *O Novo Regime ... Cit.*; No mesmo sentido SIMÕES COELHO, Pedro, Orlando VOGLER GUINÉ, Carlos FILIPE COUTO – *O Novo Regime da Gestão de Ativos*, abril de 2023, <https://www.vda.pt/pt/>, consult. em 20 de setembro de 2023. Também no mesmo sentido, FORMIGAL, Rodrigo, Bruno AZEVEDO RODRIGUES, Jorge MORAIS, Joana MALDONADO REIS, João LUPI, João SOARES CARVALHO, Diogo PIMENTA – *O Novo Regime de Gestão de Ativos*, 4 de maio de 2023, <https://abreuadvogados.com/>, consult. em 20 de setembro de 2023.

¹¹ Veja-se a título exemplificativo, o disposto nos artigos 212º e 232º do RGA.

¹² CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 809; CÂMARA, Paulo – *Os Fundos de Investimento ... Cit.*, pág. 636-638.

¹³ Art. 29º, alínea a) do RGA.

desde que os organismos sob a sua gestão não se circunscrevam a OIA de capital de risco; 2) As Sociedades de Capital de Risco (SCR), as quais podem gerir apenas OIA, desde que, pelo menos, um dos organismos por si geridos seja qualificado como OIA de capital de risco, não podendo a maioria dos organismos sob sua gestão ser OIA imobiliários. Através das alterações introduzidas com o RGA, passamos a ter ainda uma distinção entre SG de grande e de pequena dimensão, as quais têm obrigações distintas¹⁴.

As funções da SG encontram-se previstas no art. 63º, sendo as principais a gestão do investimento, a gestão do risco e a administração do OIC. No exercício dessas funções, a SG encontra-se obrigada a observar os deveres¹⁵ gerais enunciados no art. 64º, dos quais se destacam i) o dever de atuar no exclusivo interesse dos participantes e da integridade do mercado; ii) o dever de atuar com elevado grau de competência, cuidado e diligência, dispondo e aplicando eficazmente os recursos e os procedimentos necessários ao adequado desempenho das suas funções; e iii) o dever de evitar conflitos de interesses. Existem ainda importantes deveres de informação, os quais constam do art. 84º e ss, relativos, em especial, aos documentos constitutivos do OIC. Por forma a concretizar estes deveres, os arts. 104º e ss do RGA preveem que o órgão de administração da SG deverá ter uma composição adequada ao cumprimento das funções a que se encontra vinculada¹⁶.

Compete ainda à SG o exercício dos direitos de voto relativamente às ações detidas pelo OIC, devendo exercê-los de modo diligente e sempre em benefício exclusivo do OIC e dos seus participantes, cumprindo a política de investimento constante do regulamento de gestão definido para o OIC – art. 81º, 84º e 86º do RGA.

3.2. O Depositário

Os ativos que constituem a carteira do OIC são confiados a um único depositário, nos termos do art. 130º. A função do depositário é a de custódia dos ativos do OIC, exercendo

¹⁴ TEIXEIRA, João Carlos, Daniela GUIMARÃES – *O Novo Regime ... Cit.*; No mesmo sentido SIMÕES COELHO, Pedro, Orlando VOGLER GUINÉ, Carlos FILIPE COUTO – *Novo Regime ... Cit.* e FORMIGAL, Rodrigo, Bruno AZEVEDO RODRIGUES, Jorge MORAIS, Joana MALDONADO REIS, João LUPI, João SOARES CARVALHO, Diogo PIMENTA – *O Novo Regime ... Cit.*

¹⁵ Sobre o tema *vide* REIS, Célia – *Os Deveres Das Entidades Gestoras de Fundos de Investimento*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 14 (2002), pág. 157-164.

¹⁶ Art. 104º do RGA.

funções genéricas de controlo sobre a SG¹⁷. Contudo, esta não é a sua única função¹⁸. Podemos afirmar que o depositário exerce uma dupla função: a referida função de custódia; e ainda uma função de fiscalização, garantindo perante os participantes o cumprimento da lei, dos regulamentos e documentos constitutivos, por parte da SG¹⁹.

Para assegurar um maior controlo dos valores, o depositário tem de ser uma entidade distinta da entidade gestora²⁰, com quem estabelece uma relação contratual, a qual é formalizada por escrito – art. 133º n.º 3 e 131º. O depositário é responsável perante a SG e os participantes pela perda dos instrumentos financeiros confiados à sua guarda e ainda por quaisquer prejuízos sofridos pelos participantes²¹ que resultem do incumprimento culposos dos seus deveres – art. 138º.

3.3. A Entidade Comercializadora

Para PAULO CÂMARA²² a comercialização de UP consiste no serviço relacional dirigido a clientes com vista à distribuição desses valores mobiliários, definindo o art. 140º do RGA o conceito de comercialização. Podem ser entidades comercializadoras a sociedade gestora, o depositário, os intermediários financeiros registados junto da CMVM e ainda outras entidades autorizadas pela CMVM – art. 142º n.º 1.

Mais uma vez, a relação contratual que se estabelece entre a SG e a entidade comercializadora rege-se por contrato escrito. A principal função da entidade comercializadora é a recolha das ordens de subscrição e de resgate das UP, devendo proceder ao respetivo registo e arquivo. PEREIRA DE ALMEIDA²³ afirma que:

¹⁷ VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, Livraria Almedina – Coimbra, 1997, pág. 94.

¹⁸ BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *O Depositário no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo*, in AA.VV. – *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Edições Almedina, S.A., 2017, pág. 281-295, afirma uma divisão tripartida dos deveres do depositário em: “deveres principais, deveres acessórios e deveres secundários”.

¹⁹ CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 818.

²⁰ PEREIRA DE ALMEIDA, António – *Sociedades Comerciais... Cit.*, pág. 150.

²¹ Sobre a temática da responsabilidade do depositário pelos danos causados aos participantes, vide MENEZES LEITÃO, Luís – *Fundos de Investimento ... Cit.*, pág. 637 e ainda ROMÃO PINHO, Catarina – *Os fundos de investimento mobiliário no Direito português: natureza jurídica e exercício do direito de voto pela entidade gestora*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Vol. IV (2012), n.º 1, pág. 129.

²² CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 822.

²³ PEREIRA DE ALMEIDA, António – *Governo dos Fundos ... Cit.*, pág. 26.

As entidades comercializadoras devem observar as regras impostas aos intermediários financeiros em matéria de normas relativas ao exercício da atividade, designadamente as de prevenção e resolução de conflitos de interesses, ficando os serviços responsáveis pela comercialização sujeitos à supervisão da CMVM nos mesmos termos do que aqueles intermediários e ficam sujeitas, nomeadamente, ao dever de disponibilizar ao subscritor ou participante a informação que para o efeito lhes tenha sido remetida pela entidade gestora.

3.4. O Auditor

Os OIC não dispõem de conselho fiscal, fiscal único ou revisor oficial de contas, pelo que a sua fiscalização é levada a cabo por um auditor registado junto da CMVM, a quem compete formular um relatório de auditoria sobre a informação financeira contida nos documentos de prestação de contas do OIC, nos termos do art. 139º.

O auditor comunica à CMVM os factos relativos ao OIC de que tome conhecimento no exercício das suas funções e que sejam suscetíveis de constituir infração às normas relativas à atividade do OIC, afetar a continuidade do exercício da atividade do mesmo ou determinar a emissão de um relatório de auditoria qualificado, designadamente nas modalidades de opinião com reservas, escusa de opinião ou opinião adversa – art. 139º n.º 2.

3.5. Nota Conclusiva

Embora seja certo que a inexistência de personalidade jurídica torne etimologicamente incorreta a afirmação de que as entidades relacionadas com os FI constituem os órgãos destes, certo é também que as funções confiadas a tais entidades se podem reconduzir às do órgão de administração (no caso da entidade gestora) e do órgão de fiscalização (no caso do depositário e do auditor). Em tal raciocínio, poderíamos classificar os FI como um ente parasocietário, sendo as entidades relacionadas com o FI os seus órgãos estatutários. Neste sentido, BRANDÃO VEIGA²⁴ equaciona a possibilidade de se considerar que:

Os fundos de investimento são pessoas jurídicas, apenas com a especialidade de terem órgãos internos muito rudimentares. Repare-se que não são totalmente desprovidas de órgãos internos, na medida em que a lei, embora em casos restritos, prevê assembleias de participantes. Mas são basicamente pessoas jurídicas extra-orgânicas e não intra-orgânicas, ao contrário do paradigma continental.

²⁴ BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Três problemas dogmáticos dos fundos de investimento*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 8 (2000), pág. 6.

Assim, num raciocínio paralelo ao funcionamento das sociedades comerciais, poderemos considerar que as entidades que se relacionam com os OIC, em especial com os FI, são como que os órgãos estatutários destes, ainda que externos.

II. Os Fundos de Investimento

1. Noções Gerais

VAZ TOMÉ²⁵ afirma que:

Os fundos de investimento correspondem a uma atividade de intermediação financeira que facilita a interceção entre a procura e a oferta de capital. Deste modo, através das respetivas sociedades gestoras, promovem uma ação de estímulo e de coordenação destinada a estabelecer o ponto de encontro entre a poupança privada e o investimento em bolsa de valores.

ENGRÁCIA ANTUNES²⁶, referindo-se aos FII, afirma que os FI são:

Veículos jurídico-organizativos de investimento coletivo, através dos quais uma massa de investidores coloca em conjunto as suas poupanças com vista à constituição de um fundo patrimonial destinado fundamentalmente à aquisição e administração de bens imóveis ou de instrumentos financeiros relativos a empresas imobiliárias.

Conforme enunciado supra, os FI são OIC, os quais constituem patrimónios autónomos sem personalidade jurídica, pertencentes aos participantes no regime geral de comunhão²⁷. Com efeito, estabelece o art. 12º do RGA que os OIC não respondem, em caso algum, pelas dívidas dos participantes, da sociedade gestora, do depositário ou das entidades comercializadoras, bem como de outros OIC, sendo que pelas dívidas deste responde apenas o seu próprio património.

VAZ TOMÉ²⁸ afirma que “a autonomia patrimonial do património gerido constitui uma característica fundamental da estrutura da relação de participação”, pelo que “os credores pessoais dos participantes e da sociedade gestora podem tão somente executar, para assegurar

²⁵ VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 11.

²⁶ ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os fundos de investimento imobiliário*, in *Direito das Sociedades em Revista*, ano 11, Vol. 22 (2019), pág. 49.

²⁷ Poderá colocar-se a questão de saber se atualmente, face à letra da lei, os FI pertencem aos participantes no regime geral de comunhão. Enquanto que tal referência era expressa no art. 2º n.º 1, u) do RGOIC, a verdade é que inexistia qualquer menção a tal regime de comunhão no RGA. Sobre esta temática, iremos pronunciar-nos adiante.

²⁸ VAZ TOMÉ, Maria João – *Alguns aspetos dos Fundos Comuns de Investimento Mobiliário Abertos*, in *Jornadas - Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, 2007, pág. 138.

a realização dos seus direitos, respetivamente, as unidades de participação dos seus devedores e o património da sociedade sua devedora”. Os FI são então:

*Patrimónios autónomos, pertencentes, em regime de comunhão, a uma pluralidade de pessoas singulares ou coletivas (participantes) – que neles investiram as suas poupanças em troca da titularidade de uma quota nesse património (unidade de participação) – com o objetivo de aplicação dos capitais obtidos junto desses investidores em carteiras diversificadas de ativos*²⁹.

O património dos fundos é constituído pelo investimento de cada participante, o qual se traduz em UP. As UP³⁰ são “valores mobiliários representativos da posição jurídica do participante em fundos de investimento”³¹, sendo estas qualificadas pelo CVM como valores mobiliários, nos termos do art. 1º, alínea d). Para ENGRÁCIA ANTUNES³², enquanto valores mobiliários, as UP “representam o *estatuto jurídico* do participante nos fundos de investimento, ou seja, uma posição jurídica unitária e global, constituída por um feixe de direitos e deveres, de natureza real, creditícia e outra”, sendo os participantes titulares de uma quota ideal (para aqueles que enquadram a natureza jurídica dos FI na comunhão de mão comum) ou contitulares de um património comum (para aqueles que enquadram a natureza jurídica dos FI na compropriedade).

Os FI não desenvolvem qualquer atividade económica própria, sendo o capital neles investido gerido pela SG. A “atividade” desenvolvida pelos fundos consiste na captação de aforro junto dos investidores – através da emissão de UP, as quais, em conjunto, formam o património do fundo –, e a alocação desse aforro a operadores do mercado, carecidos de capital. A valorização do fundo depende da valorização das UP, a qual está dependente da própria valorização ou do rendimento obtido através do investimento do património do fundo.

A questão da natureza jurídica dos FI vem sendo discutida na doutrina portuguesa há vários anos. Tal questão apresenta-se como mais do que um mero capricho doutrinário de busca incessante pela categorização das diversas figuras do nosso ordenamento jurídico – ela “permite-nos recortar os limites da figura” e esclarecer se os FI podem ou não ser “dotados

²⁹ ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os fundos de investimento ... Cit.*, pág. 53.

³⁰ Sobre o regime jurídico das UP, veja-se ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 3ª Edição, 2017, pág. 135 e ss.

³¹ ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os Instrumentos ... Cit.*, pág. 132.

³² ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os Instrumentos ... Cit.*, pág. 134 e ss.

de personalidade jurídica”³³. A lei é clara na não atribuição de personalidade jurídica aos FI – veja-se os arts. 2º e 3º do RGA. Questão diversa é a de saber se seria possível (ou até mesmo benéfica), a atribuição de personalidade jurídica aos FI.

Conforme refere ENGRÁCIA ANTUNES³⁴, parte dos autores considera estarmos perante um “património autónomo – ainda que porventura originando formas especiais de propriedade coletiva (comunhão) ou de propriedade fiduciária (“trust”)”, sendo que outros autores consideram a caracterização dos FI como patrimónios autónomos pouco adequada, face à proximidade destes com uma entidade dotada de personalidade jurídica, havendo inclusive quem sustente (conforme supra se referiu) que os FI “são pessoas jurídicas, apenas com a especialidade de terem órgãos internos muito rudimentares”³⁵, ou que estamos perante uma “pessoa jurídica especial”³⁶. Não existe um consenso na doutrina portuguesa quanto à temática da natureza jurídica dos FI. Para tal contribui a escassez de autores que se pronunciem sobre tal temática, bem como a falta de clareza legal. Iremos esquematizar a abordagem da natureza jurídica dos FI, identificando as posições existentes na doutrina portuguesa, devendo, no entanto, referir-nos previamente à autonomia patrimonial dos FI.

2. A Autonomia Patrimonial

Enquanto que no art. 2º n.º 1, alínea u) do RGOIC os FI eram definidos como “*patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, pertencentes aos participantes no regime geral de comunhão regulado no presente Regime Geral*”, no RGA não encontramos norma equiparada. Porém, podemos encontrar definição semelhante no preâmbulo do diploma onde se refere que “*Os OIC são patrimónios autónomos, podendo assumir forma contratual, de fundo de investimento, ou societária, de sociedade de investimento coletivo*”³⁷.

³³ BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Três problemas ... Cit.*, pág. 1.

³⁴ ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os fundos de investimento ... Cit.*, pág. 54.

³⁵ BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Três problemas ... Cit.*, pág. 6.

³⁶ ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os fundos de investimento ... Cit.*, pág. 55, dando nota da posição adotada por Liliana Figueiredo, a qual refere que “se os FII reúnem as condições necessárias a uma adequada qualificação no contexto capacidade jurídica, da personalidade judiciária, da capacidade judiciária, e da personalidade e capacidade tributárias, não se alcançam razões impeditivas da atribuição a tais entidades de personalidade jurídica, naturalmente de natureza especial” (FIGUEIREDO, Liliana – *São os Fundos de Investimento Imobiliário uma Pessoa Jurídica Especial?*, Raposo Subtil e Assoc., Lisboa, 2005).

³⁷ Atente-se, no entanto, na ausência de referência à titularidade, mais concretamente, ao regime de comunhão.

No entanto, o preâmbulo não constitui fonte normativa³⁸, destinando-se somente a identificar as linhas orientadoras do ato normativo, podendo apenas desempenhar um papel de auxílio à interpretação das normas, mas nunca poderá, por si só, constituir fonte legal. Poderemos com isto dizer que o legislador deixou de considerar os FI como patrimónios autónomos? Cremos que não. O art. 12º do RGA, aplicável a todos os OIC, estabelece a autonomia patrimonial destes, não respondendo assim pelas dívidas dos participantes, da sociedade gestora, do depositário ou das entidades comercializadoras, assim como de outros OIC, sendo que pelas suas próprias dívidas responde apenas o seu património. Poderemos sim interpretar a falta de referência legal à autonomia patrimonial dos FI como uma tentativa do legislador de se afastar da discussão em torno da natureza jurídica dos FI.

A autonomia patrimonial dos FI é uma autonomia de destinação³⁹, uma vez que os bens integrantes do fundo apenas podem ser utilizados para a prossecução da atividade legalmente definida – a atividade de investimento, no exclusivo interesse dos participantes. Assim, os FI “têm, face ao património pessoal de cada um dos participantes, uma destinação especial e uma administração separada”. No entanto, a doutrina não define a autonomia patrimonial através dos critérios da destinação ou da administração, mas sim através do critério da responsabilidade por dívidas⁴⁰. Conforme mencionado, nos FI (e nos OIC em geral) pelas suas dívidas responde somente o seu próprio património, e nunca o património dos participantes. De igual modo, pelas dívidas destes, não responde o património do FI, mas tão somente as suas UP. Com efeito, estamos perante uma verdadeira autonomia patrimonial⁴¹.

³⁸ Neste sentido, ROSA FERRO, Pedro – *Notas sobre o Preâmbulo Constitucional*, in *Direito e Justiça*, Vol. 19, n.º 1 (2005), 133-157.

³⁹ VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 154; VAZ TOMÉ, Maria João – *Notas sobre os Aspectos Financeiros e Cíveis dos Fundos de Investimento Mobiliários Abertos*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, 1999, pág. 52.

⁴⁰ MOTA PINTO, Carlos Alberto, António PINTO MONTEIRO, Paulo MOTA PINTO – *Teoria Geral do Direito Civil*, Gestlegal, 5ª Ed., 2020, pág. 347 e ss.

⁴¹ Em sentido contrário VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 156 e 157 e ainda REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ... Cit.*, pág. 361. No entanto, tal afirmação é feita no âmbito do DL n.º 276/94, o qual referia somente a autonomia patrimonial no sentido de que pelas dívidas dos participantes não respondia o património do fundo, não fazendo qualquer referência à autonomia patrimonial no sentido de pelas dívidas do FI responderem apenas os bens deste. No entanto, tal previsão encontra-se plasmada na lei desde a entrada em vigor do RGOIC.

3. A Natureza Jurídica

Tendo em conta a ausência de personalidade jurídica dos FI, coloca-se a questão de saber quem é o titular dos bens integrantes do fundo. Para VAZ TOMÉ⁴², esta é uma questão complexa, na medida em que, por um lado, existe a necessidade de assegurar plena autonomia e poder de disposição à SG, sobre os bens que integram o património do fundo, e por outro, a exigência da destinação da atividade à prossecução do interesse dos participantes, atribuindo-lhes os resultados económicos dessa atividade. Assim, a titularidade deste património autónomo tem de ser atribuída à sociedade gestora (solução fiduciária), ou aos participantes (solução da compropriedade).

A primeira tese preconizada pela doutrina é então a da compropriedade. REIS MARTINS⁴³ identifica a posição defendida por REIS FIGUEIRA, segundo o qual estamos perante uma compropriedade assente na construção dogmática do instituto romano, referindo este autor que os FI são “conjuntos de valores mobiliários pertencentes a uma pluralidade de pessoas, singulares e coletivas, os participantes, como titulares de quotas-partes dos valores que os integram”⁴⁴, considerando ainda que as UP conferem um direito de propriedade proporcional no fundo. Assim, sustenta que:

A situação dos participantes face ao fundo revela-se fundamentalmente de natureza real, de compropriedade, embora com um aspeto específico, próprio da comunhão pro indiviso: os participantes não podem pedir a liquidação do fundo, a partilha dos bens, a sua entrega em espécie – mas tão só o reembolso do valor líquido correspondente à sua quota⁴⁵.

Para os defensores desta tese, estamos perante um direito de compropriedade⁴⁶ dos participantes sobre o património do fundo, que tem por base o art. 1403º do Código Civil

⁴² VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 158.

⁴³ REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ... Cit.*, pág. 362.

⁴⁴ REIS FIGUEIRA, Álvaro – *Fundos Comuns de Investimento – Uma experiência interrompida*, in Revista de Legislação e Jurisprudência, ano 115, n.º 3695 e 3696, pág. 42-47 e 72-74 *apud* REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ... Cit.*, pág. 362.

⁴⁵ REIS FIGUEIRA, Álvaro – *Fundos Comuns ... Cit.*, *apud* REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ... Cit.*, pág. 362.

⁴⁶ Importa referir que, tal como nos diz REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ... Cit.*, pág. 364, “a figura da comunhão vem prevista no Art. 1404º [do CC], que estabelece que as regras da compropriedade são aplicáveis, com as necessárias adaptações, à comunhão de quaisquer outros direitos (...) desta norma podemos retirar (...) que à contitularidade de outros direitos para além do direito de propriedade se dá o nome de comunhão”. Afirma VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 161 que “a comunhão é conceito mais amplo do que a compropriedade, compreendendo direitos reais, de crédito e outros, abrangendo qualquer espécie de contitularidade”.

(CC), os quais concedem um mandato à SG⁴⁷. Em súmula, segundo esta conceção, cada participante tem um direito de propriedade sobre os bens do fundo, proporcional à medida da sua UP, podendo cada participante exigir somente o reembolso em dinheiro das UP por si detidas⁴⁸.

Embora próxima desta tese, mas contra a formulação da natureza jurídica dos FI assente na compropriedade romanística, sustentando uma tese assente na compropriedade germanística de mão comum ou património coletivo, argumenta VAZ TOMÉ⁴⁹ que os participantes não podem influenciar diretamente a administração do património do fundo; não respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações assumidas por conta do fundo; e não podem requerer a dissolução da comunhão, obtendo a divisão do património em espécie. Mais refere que a separação entre a titularidade e a administração não é característica da titularidade de um direito real de propriedade, sendo que o participante não tem o domínio dos bens integrantes do fundo, cuja administração lhes está vedada. Assim, os direitos dos participantes reduzem-se apenas à perceção periódica de rendimentos, e no caso de resgate das UP ou da liquidação do fundo, à entrega pecuniária do valor correspondente às suas UP⁵⁰. Conclui a autora referindo que:

*O fundo não parece, tecnicamente, objeto de uma compropriedade de direito comum, pois que não se encontra nenhuma das situações jurídicas características dessa comunhão. Os fundos de investimento afastam-se do conceito de *communio iuris romani* e aproximam-se antes do conceito germanístico da comunhão *pro indiviso*, comunhão de mão comum (...) ou património coletivo. Trata-se de um património dotado de uma estrutura coletivista, que incide não já sobre a res mas sobre o património enquanto instrumento de um escopo comum, que ignora o conceito de quota e em que os proprietários não podem pedir a divisão.*

Segundo MANUEL DE ANDRADE⁵¹, o património coletivo ou em comunhão “pertence em bloco e só em bloco a todas as pessoas, à coletividade por elas formadas”, pelo que refere REIS MARTINS⁵² que o direito dos participantes não incide sobre os concretos bens que integram o património do fundo, mas sim sobre o seu conjunto, constituindo uma

⁴⁷ VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 161.

⁴⁸ VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 161.

⁴⁹ VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 162.

⁵⁰ No mesmo sentido, REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ... Cit.*, pág. 372.

⁵¹ ANDRADE, Manuel de – *Teoria Geral da Relação Jurídica, Sujeitos e objecto*, vol. I, Almedina, 1997, pág. 225.

⁵² REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ... Cit.*, pág. 366.

universalidade de direitos. Assim, tal património não é repartível por quotas (nem sequer ideais), que os proprietários possam alienar, contrariamente à compropriedade romanística, na qual cada um dos comproprietários é titular de uma quota alienável. Já a possibilidade de alienação do património coletivo pertence à coletividade.

Uma terceira tese (ou segunda, caso consideremos a tese da comunhão como uma variação da tese da compropriedade), é a tese fiduciária, a qual considera existir um direito de propriedade da SG sobre o património do fundo, não se limitando ao exercício da administração deste⁵³. Estamos perante um negócio fiduciário em que a SG é proprietária formal dos bens integrantes do fundo, encontrando-se limitada pelo regulamento de gestão e pelo exercício da atividade no interesse dos participantes, sendo estes titulares da propriedade económica do fundo. ANDRÉ FIGUEIREDO⁵⁴ define o negócio fiduciário como:

O contrato mediante o qual uma parte – o fiduciário – é investido, direta ou indiretamente, na propriedade de um bem, comprometendo-se a geri-lo (lato sensu) no interesse de outrem – o fiduciante – a quem, uma vez finda a relação fiduciária, deverá ser devolvido o acervo patrimonial resultante daquela atividade gestória. Emerge como traço estrutural distintivo a configuração do fiduciante como titular de um direito de crédito sobre o fiduciário, só a este cabendo a titularidade de uma posição jurídica enquadrável no numerus clausus dos direitos reais – que é, todavia, desprovida de conteúdo económico, porque se encontra, por contrato, funcionalmente afeta à prossecução dos interesses patrimoniais do fiduciante.

VAZ TOMÉ e LEITE CAMPOS⁵⁵ identificam a teoria do duplo efeito do negócio fiduciário, a qual assenta na transferência de um direito real e na criação de uma obrigação.

Para os autores:

O conceito romanístico de fiduciae é constituído por dois elementos: de um lado, a parte real, traduzida na transmissão do dominium da res para o fiduciário e, de outro, a parte obrigacional, o acordo mediante o qual o fiduciário assume, perante o beneficiário ou fideicomitente, os deveres de administrar o bem em benefício do último sob determinadas condições e de retransferir a propriedade aquando do cumprimento do objetivo. (...) apesar de este conceito surgir como similar ao trust da common law, o beneficiário de fiducia não dispõe de qualquer tutela de natureza real, mas antes e apenas de uma proteção in personam. Assim, os bens transmitidos não se encontram

⁵³ VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 172; no mesmo sentido REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ... Cit.*, pág. 391.

⁵⁴ FIGUEIREDO, André – *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, Tese de Doutoramento, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2011, pág. 4.

⁵⁵ VAZ TOMÉ, Maria João, Diogo LEITE DE CAMPOS – *A Propriedade Fiduciária (Trust) Estudo para a sua Consagração no Direito Português*, Almedina, 1999, pág. 201.

separados daqueles do fiduciário e, na insolvência ou falência deste, o disponente é tratado como um credor geral.

No entanto, o conceito germânico de fidúcia (*Treuhand*) comparado frequentemente ao *trust*, oferece maior proteção ao fiduciante do que aquela que é conferida pelo conceito romanístico. Em tal conceção existe uma transferência da propriedade ao fiduciário, sob condição resolutiva, pelo que em caso de incumprimento do dever de fidúcia, ou nos casos de insolvência, a propriedade retransmite-se ao fiduciante ou ao beneficiário⁵⁶. Além disso a propriedade fiduciária permanece separada da do fiduciário, protegendo-a assim contra os credores deste.

A opção pela fidúcia romana ou pela fidúcia germânica deve resolver-se pela interpretação da vontade das partes, i.e., caso a vontade do fiduciante for a de transmissão para o fiduciário da plena titularidade; ou antes condicionar a transmissão da propriedade a uma condição resolutiva⁵⁷. Mas mesmo a *Treuhand* não oferece as vantagens do *trust*, na medida em que a proteção contra os credores do fiduciário apenas existe quando o fiduciante seja simultaneamente o beneficiário⁵⁸.

Nota relevante será a existência de diferentes modalidades de negócios fiduciários⁵⁹, sendo os mais relevantes os negócios fiduciários para garantia (*fidúcia cum creditore*), e os negócios fiduciários para administração (*fiducia cum amico*). Enquanto que na primeira estamos perante um negócio cuja transmissão da propriedade visa garantir uma obrigação⁶⁰, na segunda estamos perante um negócio que visa exclusivamente a administração pelo fiduciário dos bens transmitidos pelo fiduciante, para que depois sejam retransmitidos ao beneficiário.

Decorrente da tese do negócio fiduciário, a doutrina coloca em questão a admissibilidade no ordenamento jurídico português de uma figura existente no sistema anglo-saxónico, em tudo próxima a esta – o *trust*. No entanto, é entendimento da doutrina que a transposição de tal figura para o nosso ordenamento jurídico traz consigo associados vários problemas, em

⁵⁶ KUNJIQUISSE JELEMBI, Armindo – *O Negócio Fiduciário Caracterização, Constituição e Efeito*, Tese de Doutoramento, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2017, pág. 57 e ss.

⁵⁷ VAZ TOMÉ, Maria João, Diogo LEITE DE CAMPOS – *A Propriedade Fiduciária ... Cit.*, pág. 202.

⁵⁸ *Idem*, pág. 202.

⁵⁹ KUNJIQUISSE JELEMBI, Armindo – *O Negócio Fiduciário ... Cit.*, pág. 307 e ss.

⁶⁰ *Idem*, pág. 308.

especial, de ordem sistemática, tendo em conta i) a teoria da unidade dos direitos reais, decorrente do art. 1305º do CC⁶¹; ii) a publicidade dos direitos reais⁶²; iii) o princípio dos *numerus clausus* dos direitos reais, decorrente do art. 1306º do CC⁶³; iv) o Direito sucessório⁶⁴.

No entanto, também a admissibilidade dos negócios fiduciários no ordenamento jurídico português é colocada em causa⁶⁵, fundamentalmente pelos mesmos motivos que obstam à transposição do *trust* para o nosso sistema. Conforme afirma VAZ TOMÉ⁶⁶:

A atribuição à sociedade gestora da propriedade fiduciária do Fundo, desprovida do poder de gozo dos bens objeto do direito, não se afigura prima facie legítima no direito vigente, porquanto não se admite que o gestor de um património de terceiros seja considerado como proprietário.

Já para B. MENEZES CORDEIRO⁶⁷ “a admissibilidade ou não admissibilidade dos negócios fiduciários deve ser averiguada em concreto, i.e., se a relação constituída viola ou não algum princípio ou norma jurídica”.

Há que ter em consideração que as teses da compropriedade e da comunhão de mão comum se baseiam nos diplomas legais vigentes até à entrada em vigor do RGA. Em tais diplomas, nos quais se inclui o parente mais próximo do RGA – o RGOIC –, os FI eram expressamente definidos como patrimónios autónomos pertencentes aos participantes no regime geral de comunhão “regulado no presente Regime Geral”⁶⁸. Estando o legislador

⁶¹ VAZ TOMÉ, Maria João, Diogo LEITE DE CAMPOS – *A Propriedade Fiduciária ... Cit.*, pág. 280.

⁶² *Idem*, pág. 285.

⁶³ *Idem*, pág. 287.

⁶⁴ *Idem*, pág. 290 e 292.

⁶⁵ BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *Do Trust no Direito Civil*, tese de doutoramento, Almedina, 2014, pág. 783-808; VAZ TOMÉ, Maria João, Diogo LEITE DE CAMPOS – *A Propriedade Fiduciária ... Cit.*, pág. 242-245; VAZ TOMÉ, Maria João, *Fundos ... Cit.*, pág. 180-186; COSTA ANDRADE, Margarida – *A Propriedade Fiduciária*, in COSTA ANDRADE, Margarida, Separata de II Seminário Luso-Brasileiro do Direito Registral (Coimbra – 10 e 11 de Maio de 2007), Coimbra Editora, 2009, pág. 55-84.

⁶⁶ VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 182.

⁶⁷ BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *Do Trust ... Cit.*, pág. 564.

⁶⁸ Art. 2º n.º 1 u) do RGOIC. Tendo por base a expressão “regulado no presente Regime Geral”, os vários autores defensores das teses da compropriedade e da comunhão de mão comum identificavam um regime especial de compropriedade. Veja-se neste sentido VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 186; REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ... Cit.*, pág. 364; Mas também é este o entendimento da jurisprudência, neste sentido o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 13/11/2018, o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 05/12/2019, o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 09/07/2020 acessíveis em www.dgsi.pt “fundos de investimento constituem patrimónios autónomos pertencentes, no regime especial de comunhão regulado pelo presente diploma, a uma pluralidade de pessoas singulares ou coletivas designadas “participantes””.

ciente da controvérsia relativa à natureza jurídica dos FI, estabeleceu no art. 14º do RGA que “*As unidades de participação são valores mobiliários que representam os direitos de conteúdo idêntico dos titulares a uma fração do património de organismo de investimento coletivo sob forma contratual*”. Poderemos considerar ter sido intenção do legislador estabelecer um regime de compropriedade (ainda que sob a forma de comunhão)?

Sem mais informações, a resposta tenderia a ser afirmativa. No entanto, não podemos deixar de salientar que a falta de rigor do legislador ao longo do diploma parece ofuscar qualquer tentativa de interpretação da lei consentânea com o art. 9º n.º 3 do CC. Veja-se os flagrantes casos dos arts. 63º n.º 1 e 104º do RGA nos quais o legislador, ao arrepio do que parece querer estabelecer no art. 14º do RGA, estabelece a obrigação da SG em atuar no cumprimento dos seus deveres fiduciários, invocando assim a tese fiduciária. Como pode o intérprete fazer valer a presunção constante do art. 9º n.º 3 do CC nos casos em que a presumida expressão do legislador é contraditória e inconjugável?

Creemos que a única forma de dar sentido útil aos mencionados artigos será, em primeiro lugar, considerar que a menção feita pelo legislador aos deveres fiduciários da SG não deverá ser interpretada como uma consagração da tese fiduciária, mas antes como uma remissão (pouco cautelosamente formulada) para os deveres segundo os quais se deve orientar a atividade do fiduciário⁶⁹, i.e., deveres de lealdade, de cooperação, de informação, de cuidado, de proteção patrimonial, de distribuição de rendimentos e, em especial, de atuação no interesse dos participantes.

Assim considerada a menção operada pelo legislador nos Arts. 63º e 104º do RGA, será possível interpretar o n.º 1 do art. 14º como uma aceitação da tese da compropriedade germânica, segundo a qual o património do fundo é propriedade dos participantes no regime de compropriedade, embora mitigada pela característica da comunhão *pro indiviso*⁷⁰.

⁶⁹ BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *Do Trust ... Cit.*, pág. 563-589; KUNJIQUISSE JELEMBI, Armindo, *O Negócio Fiduciário ... Cit.*, pág. 187-218.

⁷⁰ VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 184.

4. A Questão da Atribuição de Personalidade Jurídica

Embora a lei expressamente consagre a inexistência de personalidade jurídica dos FI, a verdade é que existe na doutrina quem defenda vantagens na atribuição de personalidade jurídica aos FI⁷¹, rejeitando a necessidade do recurso à figura do *trust* para explicar a natureza jurídica dos FI, embora seja esta claramente a mais adequada à estrutura dos FI. BRANDÃO VEIGA⁷² afirma que “não se nega a utilidade de se ponderar a importação da figura dos trusts, apenas se pensa que uma outra ponderação da figura da personalidade jurídica também poderia trazer resultados semelhantes sem os problemas sistêmicos que aquela importação traria”. Este autor considera artificioso considerar que a expressão societária se restringe aos órgãos sociais, considerando que o órgão que manifesta a vontade social não tem de ser necessariamente um órgão interno à pessoa coletiva – “Nada impede que a vontade da pessoa coletiva seja manifestada por um terceiro”.

Continua o mesmo autor, referindo a desnecessidade de distinção legal entre patrimónios personalizados (SI) e não personalizados (FI):

(...) com o horror típico do nosso direito perante situações jurídicas acéfalas, sente-se na obrigação de resolver o problema dos titulares dos bens dos fundos, dizendo que estes são os participantes. Porquê esta solução? Porque, tratando-se de patrimónios autónomos, não sendo por isso pessoas jurídicas, não poderiam ser titulares de situações jurídicas. Atribuir a titularidade dos ativos à entidade gestora seria também chocante à primeira vista. (...) Para além do trust e a figura do património autónomo ou a propriedade fiduciária (...) existe, portanto, uma outra alternativa de organização patrimonial: a de se considerar que os fundos de investimento são pessoas jurídicas, apenas com a especialidade de terem órgãos internos muito rudimentares.

Assim se concretiza aquilo que previamente mencionámos quanto às entidades que se relacionam com os FI⁷³, que pelas funções que desempenham, podemos considerar como sendo os órgãos (ainda que externos) do fundo. Assim, estes “são basicamente pessoas jurídicas extra-orgânicas e não intra-orgânicas, ao contrário do paradigma continental”⁷⁴.

⁷¹ Neste sentido, ROMÃO PINHO, Catarina – *Os fundos de investimento ... Cit.*, pág. 133; BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Três problemas ...*, cit., pág. 4; REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ... Cit.*, pág. 376.

⁷² BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Três problemas ...*, cit., pág. 4.

⁷³ Veja-se o capítulo II, I.1., e).

⁷⁴ *Idem*, pág. 6.

Tal solução não retira qualquer poder aos participantes, na medida em que não é pelo facto de os ativos serem titularidade do próprio fundo que isso significaria um desapossamento dos poderes (já por si limitados) dos participantes.

Nas sociedades, o património destas não é dos sócios, mas da sociedade propriamente dita. Ora um sócio dominante domina por definição a sociedade. Nos fundos, por mais peso que tenha um participante nela não tem um grande poder na mesma, pelo menos sob o ponto de vista formal, na medida em que a sua gestão continua sempre a incumbir à entidade gestora⁷⁵.

Sustenta REIS MARTINS⁷⁶ que a posição dos participantes é mais próxima daquela de um acionista do que da posição dos contitulares nos casos de compropriedade germânica, seguindo assim a posição adotada por BRANDÃO VEIGA⁷⁷, segundo o qual:

A melhor solução seria a lei distinguir, não entre fundos personalizados e não personalizados, mas entre fundos com ou sem forma societária, ou, mais genericamente, entre fundos extra ou intra-orgânicos. O titular dos ativos dos fundos seria assim o próprio fundo. Os órgãos do fundo, o grau de participação dos participantes nos fundos, e os poderes de uma terceira entidade na sua gestão poderiam ser definidos em maior ou menor grau independentemente desta forma.

Repare-se que tal tese é consentânea com os elementos da personalidade jurídica coletiva, tal como definidos pela doutrina: substrato, organização, reconhecimento, fim e objeto⁷⁸. O substrato poderá ser pessoal e/ou patrimonial, sendo que nos FI encontramos ambos: enquanto substrato pessoal, temos os participantes, sendo o substrato patrimonial (dotado de autonomia patrimonial, tal como nas sociedades comerciais) os montantes equivalentes às subscrições, nos termos do art. 11º do RGA. A organização corresponde à forma como é “assegurado o prosseguimento dos interesses em função dos quais a pessoa coletiva se constitui e atua na vida jurídica”⁷⁹, e traduz-se na existência de preceitos de onde decorre a organização formal – no caso dos FI, o regulamento de gestão, o qual assume uma função idêntica aos estatutos de uma sociedade comercial –, e ainda de órgãos destinados à condução da atividade – no caso dos FI, a sociedade gestora, o depositário e o auditor. É certo que nos FI não existem órgãos internos próprios, no entanto, conforme referido, nada impede que tais

⁷⁵ BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Três problemas ...*, cit., pág. 6.

⁷⁶ REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ...* Cit., pág. 376.

⁷⁷ BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Três problemas ...*, cit., pág. 6.

⁷⁸ CARVALHO FERNANDES, Luís – *Teoria Geral do Direito Civil*, Vol. I, UCP Editora, 6ª Ed., 2012, pág. 437 e ss.

⁷⁹ CARVALHO FERNANDES, Luís – *Teoria Geral ...* Cit., pág. 438.

órgãos sejam externos – mais! – as SI, às quais a lei atribui personalidade jurídica, podem ter a sua gestão a cargo de uma SG, não deixando por esse motivo de ser dotadas de personalidade jurídica⁸⁰. Já quanto ao reconhecimento, tal elemento poderá levantar maiores dúvidas, uma vez que no nosso ordenamento jurídico vigora o regime da atribuição de personalidade jurídica às pessoas coletivas através do reconhecimento, nos termos dos arts. 158º e ss do CC e 5º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), sendo que a lei refere expressamente que o FI carece de personalidade jurídica. Já o fim que o FI prossegue não poderia ser mais claro – de natureza lucrativa, através da valorização dos seus ativos⁸¹. Finalmente quanto ao objeto do FI, consiste na atividade de investimento.

Com efeito, embora não seja atribuída personalidade jurídica aos FI, este possui elementos que o aproximam das sociedades comerciais, considerando-se que tal caracterização levaria a menores problemas de enquadramento dogmático, sendo o próprio fundo titular dos bens que integram o seu património (à semelhança das sociedades comerciais)⁸².

III. A Imputação de Direitos de Voto

1. Noções Gerais e Funções

O regime da imputação de direitos de voto encontra-se consagrado no art. 20º do CVM. Este regime assume grande relevância no quadro da regulação das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado (vulgo, sociedades cotadas). Tal como dá nota MATTAMOUROS RESENDE⁸³ a proteção dos investidores é essencial para o regular funcionamento do mercado de capitais, sendo a informação e a transparência um fator decisivo do investimento consciente. Por esse motivo, a detenção de participações qualificadas em sociedades cotadas é objeto de regulação pelo CVM, impondo a obrigação de comunicação da aquisição ou perda da qualidade de titular de participações qualificadas

⁸⁰ REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo ... Cit.*, pág. 397.

⁸¹ *Idem*, pág. 398.

⁸² Neste sentido, *Idem*, pág. 399; BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Três problemas ...*, *cit.*, pág. 6; ROMÃO PINHO, Catarina – *Os fundos de investimento ... Cit.*, pág. 13.

⁸³ RESENDE, João Mattamouros – *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Dissertação de Mestrado, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010, pág. 15.

naquelas sociedades, permitindo desta forma que o mercado tenha conhecimento da identidade dos respetivos titulares.

Contudo, a proteção dos investidores não se basta com esta obrigação, efetivando-se também através da garantia do direito de saída dos investidores quando se verifique a aquisição de uma participação qualificada de um acionista que (por si ou através dos critérios de imputação de votos) lhe permita o controlo da sociedade, presumindo a lei estarmos perante tal possibilidade no caso da detenção de uma participação representativa e mais de um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social.

Assim, podemos identificar uma dupla função do regime de imputação de direitos de voto previsto no CVM^{84 85}: 1) A imputação de direitos de voto para efeitos de constituição do dever de comunicação de participações qualificadas, previsto no art. 16º CVM⁸⁶ e 2) A imputação de direitos de voto para efeitos de constituição do dever de lançamento de Oferta Pública de Aquisição (OPA), regulado no art. 187º e ss⁸⁷.

Existe uma ligação intrínseca e funcional entre o regime do art. 20º e os regimes previstos nos arts. 16º e 187º. Aquele regime não é uma norma jurídica completa, mas antes uma norma de imputação. Ou seja, é uma norma que não tem aplicação por si própria, mas antes através

⁸⁴ REIS DE CASTRO, Ana (2016) – *A Imputação de Direitos de Voto nos termos do Artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários*, Dissertação de Mestrado, Porto, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, pág. 10.

⁸⁵ No sentido de que o regime da imputação de direitos de voto tem uma tripla funcionalidade, SOARES DA SILVA, João – *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, abril de 2007, pág. 47-58.

⁸⁶ Sobre o tema, vide BAPTISTA, Daniela Farto – *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto*, tese de doutoramento, Faculdade de Direito da Universidade Católica do Porto, UCP Editora, 2016, pág. 585; RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit.*, pág. 73 e ss; CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 550 e ss; BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, pág. 347 e ss; e REIS DE CASTRO, Ana (2016) – *A Imputação de Direitos ... Cit.*, pág. 13 e ss; FERREIRA, Juliano, *A Imputação de Direitos de Voto no Cruzamento entre Transparência e Oferta Pública de Aquisição*, in AA.VV. – *Estudos em Honra de João Soares da Silva*, Almedina, 2021, pág. 586 e ss.

⁸⁷ Sobre o tema, vide RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit.*, pág. 76 e ss; CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 565 e ss e 636 e ss; BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 347 e ss e 372-373; e COSTA E SILVA, Paula – *A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários Vol. VII.*, Coimbra Editora, 2007, pág. 405 e ss; COSTA ANDRADE, Carlos, Miguel STOKES – *Contributo para o estudo da imputação de direitos de voto no contexto do dever de lançamento de OPA*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2021, pág. 72-78.

da convocação operada por outras normas, as quais fazem dependente a sua aplicação do regime estatuído pelo art. 20º do CVM⁸⁸.

De forma simplista, o regime de imputação de votos permite, através de múltiplos critérios de imputação, contabilizar numa mesma participação social os direitos de voto detidos por mais do que uma pessoa⁸⁹. Com efeito, da aplicação de tais critérios resulta: 1) a obrigação de comunicação à CMVM da aquisição ou perda de participação qualificada em sociedade cotada, cujo incumprimento levará à suspensão do exercício do direito de voto e da generalidade dos direitos de natureza patrimonial – art. 16º-B; e 2) a obrigação, a cargo do titular de participação qualificada superior a um terço do capital social da participada de lançamento de OPA sobre a totalidade das ações emitidas por esta (art. 187º), estando tal oferta sujeita a um valor mínimo, calculado nos termos do art. 188º. O incumprimento desta obrigação constitui ilícito, nos termos do art. 393º n.º 2 h) e 388º n.º 1 a), resultando ainda na inibição dos direitos de voto detidos pelo sujeito da obrigação, nos termos e na medida do art. 192º, sendo ainda gerador de responsabilidade civil, para efeitos do art. 193º.

Creemos que, tendo em conta as referidas funções dos critérios de imputação de votos e a dificuldade de enquadramento dogmático da figura dos FI, deverá fazer-se uma imputação dos direitos de voto detidos por FI tendo por referência à *ratio* dos arts. 16º e 187º do CVM, ao invés de partir da uma conceção estanque (e nunca consensual) da natureza jurídica dos FI, o que inevitavelmente poderá levar a resultados desconformes aos objetivos do legislador.

2. Os Critérios de Imputação de Direitos de Voto

Os critérios estabelecidos no art. 20º do CVM têm uma função instrumental à composição ou preenchimento do conceito de participação qualificada, definida no art. 16º, por referência à obrigação de comunicação. Contudo, no cômputo limiars estabelecidos neste artigo não podemos considerar apenas a detenção ou titularidade direta das participações. É exatamente isso que faz o art. 20º: olha não apenas à titularidade ou detenção direta das participações, mas também à titularidade indireta, de acordo com os diversos critérios nele enunciados.

⁸⁸ Neste sentido, GUINÉ, Orlando – *Do contrato de gestão de carteiras e do exercício do direito de voto*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, pág. 174-175.

⁸⁹ RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit*, pág. 16.

Tal como afirma SOFIA ALTMANN⁹⁰, especialmente no seio das sociedades cotadas, verifica-se uma dissociação entre a titularidade das ações e a titularidade do respetivo direito de voto, o qual pode ser exercido ou influenciado por outrem. Tal situação não pode deixar de ser levada em conta para o computo da imputação dos direitos de voto. “Mais importante do que saber a quem pertencem formalmente esses direitos, é saber quem tem o poder de determinar ou influenciar de modo decisivo o sentido do respetivo exercício”⁹¹.

Com o regime do art. 20º CVM, quis o legislador consagrar um conceito material de titularidade, por contraposição a um conceito puramente formal, ao considerar equivalente à titularidade formal ou direta, a titularidade material ou indireta. Assim, para determinar se estamos perante uma participação qualificada, há que atender não apenas à detenção formal das ações, atendendo-se simultaneamente às participações que se estabeleçam por via indireta⁹².

Esta não foi uma preocupação do legislador apenas no âmbito do CVM e das sociedades cotadas. Já no CSC o legislador acautelou a ilusão do regime jurídico-societário das relações de simples participação, de domínio e de grupo, através da criação de uma válvula de escape, considerando equivalente a detenção direta e a indireta⁹³. É isso que temos no art. 483º n.º 2 do CSC. Do mesmo modo, também o Regime Jurídico das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RJICSF) estabelece no seu art. 13º-A um regime idêntico ao do art. 20º do CVM, o qual faz equivaler a detenção direta de participações, à detenção indireta, através dos critérios nele indicados.

Todos estes regimes têm a mesma finalidade – contribuir para a transparência das estruturas acionistas, evitando ilusões dos respetivos regimes e a fuga às sanções ou obrigações deles decorrentes. Ora, na sequência da consagração de um conceito material de

⁹⁰ ALTMANN, Sofia – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais: Em Especial o Acordo para o Exercício do Direito de Voto*, in Revista De Ciências Empresariais e Jurídicas, n.º 25, 2014, pág. 98 e 99.

⁹¹ ALTMANN, Sofia – *A Imputação de Direitos ... Cit.*, 98 e 99.

⁹² Sobre o tema vide ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os Grupos de Sociedades*, Almedina, 2ª edição, 2002, pág. 317 e ss; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de – *Responsabilidade, Imputação de Participações Sociais e Domínio Total Indireto*, in AA.VV. – Estudos em Honra de João Soares da Silva, Almedina, 2021, pág. 452 – 455.

⁹³ ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os Grupos ... Cit.*, pág. 317 e ss; CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 541 e ss; OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, abril de 2000, pág. 170.

titularidade, nasce a temática da imputação de direitos de voto, a qual constitui uma técnica utilizada por estes diplomas para identificar e medir a influência de um acionista no seio da participada.

3. Alguns Critérios em Particular

Passaremos agora a uma análise sumária dos critérios de imputação previstos nas alíneas a), c), d), f) e g) do n.º 1 do art. 20º, os quais poderão auxiliar-nos na resolução do tema central do nosso estudo.

No n.º 1, alínea a) deste artigo estamos perante situações em que o titular material da participação (e dos direitos de voto inerentes) não é quem figura como sócio – o titular formal –, o qual não dispõe verdadeiramente do direito de voto. Não passa na verdade de um “testa de ferro”⁹⁴, sendo a sua atuação, no seio dos órgãos sociais, funcionalizada por outrem – o verdadeiro titular da participação. Contudo, a ocultação do verdadeiro titular da participação não tem necessariamente subjacente um intuito fraudulento ou ilícito. Refira-se ainda que tanto podemos estar perante situações em que quer o participante, quer o terceiro, são acionistas da sociedade em causa; mas poderemos estar também perante situações em que o titular material da participação não é, ele próprio, participante, recorrendo precisamente a terceiros para o exercício da sua influência.

Para PAULO CÂMARA⁹⁵, estamos perante uma detenção fiduciária⁹⁶, sendo os votos detidos pelo fiduciário imputados ao seu real beneficiário – o fiduciante –, mas apenas na medida quantitativa dos valores abrangidos pela fidúcia. Ou seja, caso o fiduciário seja titular, por sua conta, de mais participações na sociedade em questão, os direitos de voto inerentes a tal participação não poderão computar-se na participação qualificada que por via da regra constante da alínea a) se considerariam imputados ao fiduciante.

No entanto, tem sido entendimento comum⁹⁷ que para estarmos perante uma atuação por conta de outrem (e por essa via, aplicar o critério de imputação da alínea a)), há que existir

⁹⁴ RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit.*, pág. 99.

⁹⁵ CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 548.

⁹⁶ No mesmo sentido, OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *A Imputação ... Cit.*, pág. 171.

⁹⁷ COSTA E SILVA, Paula – *A Imputação de Direitos ... Cit.*, pág. 417; no mesmo sentido, CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 548.

uma verdadeira e efetiva transferência do risco e dos benefícios associados aos direitos de voto imputados ao participante. Quando a qualidade de sócio e participante não coincidem, o primeiro passo para apurar quem será o titular (material) da participação será identificar aquele que suporta o risco económico do investimento, i.e., na esfera de quem se repercute uma desvalorização (ou valorização) da participação em causa⁹⁸. Com efeito, afirma OSÓRIO DE CASTRO⁹⁹ podermos incluir neste critério de imputação os negócios fiduciários, os quais atribuem ao fiduciário a plena titularidade de um direito, obrigando-o a exercê-lo no interesse de outrem.

A análise deste concreto critério de imputação não poderá ser feita sem que se tenha em conta o conceito de interposta pessoa, para que nos remete a expressão legal “*detido por terceiro em nome próprio*”. MATTAMOUROS RESENDE¹⁰⁰ cita a definição dada por FERNANDO PESSOA JORGE¹⁰¹ segundo a qual a interposição de pessoas consiste na “realização por alguém de um ato jurídico alheio por conta e no interesse do *dominus*, mas em nome próprio”. Em seguida destaca os elementos de tal definição: i) atuação em nome próprio; ii) no interesse e iii) por conta do *dominus*. Cremos ser relevante para a nossa análise os segundo e terceiro pontos – no interesse e por conta do *dominus*. Conforme refere aquele autor, o facto de a atuação do terceiro estar subordinada ao interesse do participante não obsta a que estejamos simultaneamente perante um interesse do terceiro. Contudo, e porque os interesses em causa são do *dominus*, o resultado da interposição destina-se a ser transmitido para este. Assim, como “atua em nome próprio, os efeitos jurídicos ingressam, *ab initio*, na esfera jurídica do agente. Depois, se não os efeitos jurídicos, pelos menos os efeitos económicos são transferidos para o principal, verdadeiro titular dos interesses em causa”¹⁰².

No entanto, a simples transferência dos efeitos económicos não pode considerar-se suficiente para o preenchimento do critério de imputação da alínea a) - “a existência de dissociação entre a titularidade jurídica e a titularidade económico-factual (...) pressupõe

⁹⁸ RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit.*, pág. 112.

⁹⁹ OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *A Imputação ... Cit.*, pág. 171 e ss.

¹⁰⁰ RESENDE, João Mattamouros – *A imputação de direitos ... Cit.*, pág. 104.

¹⁰¹ PESSOA JORGE, Fernando – *O Mandato sem Representação*, Almedina, 2001 (reimpressão), pág. 161.

¹⁰² RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit.*, pág. 105.

uma relação jurídica que titule a transferência dos efeitos económicos para o seu verdadeiro titular, sem a qual não pode presumir-se a influência no exercício dos direitos de voto”.

Em suma, para que estejamos perante uma detenção por conta de outrem, não basta a transferência dos efeitos económicos derivados dos direitos de voto inerentes à participação, havendo esta de ser acompanhada da influência sobre o exercício dos direitos de voto. Apenas a conjugação destes dois vetores permite a conclusão de que estamos perante uma detenção por conta de outrem¹⁰³.

Em seguida temos o critério constante da alínea c) do n.º 1 do art. 20º. Estamos aqui perante situações em que A se obriga a votar no mesmo sentido de B, sendo imputados a B os votos detidos por A. No entanto, este critério não será aplicável nos casos em que A se obriga perante B a votar no sentido de C, quando este não seja parte do acordo, nem exista adicionalmente acordo entre B e C relativo ao sentido de voto deste.

Neste critério da alínea c), assim como nos critérios das alíneas e) e h), estamos perante acordos de concertação, os quais têm “como elemento essencial a vontade comum de quem procura exercer de forma coordenada uma influência dominante sobre determinada sociedade”¹⁰⁴. Com efeito, e dado o tipo de relações que a norma pretende colocar a descoberto – as quais predicam na intenção dos concertantes exercerem uma influência dominante sobre a sociedade visada¹⁰⁵ –, desconsidera-se liminarmente a aplicação das referidas normas à relação existente entre as ações detidas pelo fundo, os participantes e a SG.

O critério constante da alínea d) do n.º 1 do art. 20º poderia, à primeira vista, não se mostrar relevante para a questão da imputação de direitos de voto detidos por FI. Contudo, há que ter em linha de conta a obrigatoriedade de as SG revestirem forma societária, em particular, sociedade anónima. Nos termos definidos por este critério de imputação, “*No cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às ações de que*

¹⁰³ Neste sentido, RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit.*, pág. 118.

¹⁰⁴ BAPTISTA, Daniela Farto – *A Atuação Concertada ... Cit.*, pág. 330.

¹⁰⁵ COSTA ANDRADE, Carlos, Miguel STOKES – *Contributo para ... Cit.* pág. 64-66.

o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto detidos, se o participante for uma sociedade, pelos membros dos seus órgãos de administração e de fiscalização”.

O n.º 3 do art. 20º consagra uma não sujeição de imputação, referindo que “*Não se consideram imputáveis à sociedade que exerça domínio sobre sociedade gestora de organismo de investimento coletivo (...) os direitos de voto inerentes a ações integrantes de fundos ou carteiras geridas, desde que a sociedade gestora ou o intermediário financeiro exerça os direitos de voto de modo independente da sociedade dominante ou das sociedades associadas*”. A pedra de toque desta não sujeição é a independência da SG, face às entidades que sobre ela exerçam domínio.

Para o efeito, o art. 20º-A estabelece condições: i) a não ingerência da entidade dominante, através de instruções, diretas ou indiretas, relativas ao exercício dos direitos de voto inerentes a ações integrantes do FI; e ii) a autonomia decisória da SG no exercício dos direitos de voto. Caso não se verifique alguma destas condições, a CMVM declara a imediata imputação à entidade dominante da SG de todos os direitos de voto inerentes às ações que integrem o FI geridos por esta – art. 20º-A, n.º 8.

A afirmação de que em caso de incumprimento de tais condições, a entidade que exerça domínio sobre a SG verá imputada a si os direitos de voto inerentes a ações integrantes dos FI por esta geridos, leva-nos a concluir que os direitos de voto inerentes a ações integrantes de FI, são imputados à respetiva SG.

Mas será este o fundamento da imputação à SG dos direitos de voto inerentes às participações detidas pelos FI por si geridos? Mais – será correto afirmar que o FI detém, i.e., são titulares, destas participações? Quanto à primeira questão, cremos que a imputação à SG dos direitos de voto inerentes a participações detidas por FI não tem o seu fundamento neste critério de imputação. Estamos aqui perante um critério de imputação, não à SG, mas antes à entidade dominante desta. Evidentemente que tal critério nos dará pistas ou indicará a quem deverão ser imputados tais direitos de voto. Contudo, apenas por via indireta. Sempre se diga que o critério de imputação previsto na alínea d), no que à imputação à entidade dominante da SG se refere, apenas poderá funcionar em termos de imputação em cadeia, através do critério previsto na alínea j) do n.º 1 do art. 20º. Ou seja, terá de existir um outro critério de imputação através do qual seja possível a imputação à SG dos direitos de voto detidos pelo

FI para que em seguida tais direitos possam, por via do critério constante da alínea d), ser imputados à entidade dominante.

Quanto à segunda questão, e conforme supramencionado, a não atribuição de personalidade jurídica aos FI tem como consequência a impossibilidade de os considerarmos como titulares dos direitos de voto inerentes às participações que integram o seu património, para efeitos de imputação¹⁰⁶.

O critério de imputação constante da alínea f) do n.º 1 do art. 20º prevê que “*No cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto inerentes a ações detidas em garantia pelo participante ou por este administradas ou registadas ou depositadas junto dele, se os direitos de voto puderem ser exercidos pelo participante segundo o seu critério na ausência de instruções específicas do respetivo titular*”. Focaremos a nossa atenção na administração e no depósito de ações pelo ou junto do participante.

O primeiro ponto a sublinhar será que a concessão dos poderes de administração sobre valores mobiliários poderá ser acompanhada do depósito dos mesmos junto do administrador, simultaneamente depositário. Nestes casos, o participante acumulará as funções de administrador e de depositário. Mas independentemente da cumulação destas funções, o critério definido pela alínea f) apenas poderá funcionar para efeitos de imputação dos direitos de voto ao administrador ou ao depositário, nos casos em que estes disponham de poderes discricionários para o seu exercício – ou, nos termos legais, segundo o seu critério.

Merece aqui uma referência o facto de a redação desta alínea ter sido cindida pelo DL n.º 219/2006, de 02/11. Da redação inicial do CVM constavam na alínea f) os critérios de imputação das atuais alíneas f) e g). No entanto, também aquela alínea sofreu alterações de redação, com a Lei n.º 99-A/2021, de 31/12. Onde antes se imputava os votos àquelas entidades (administrador ou depositário) quando os direitos de voto lhe tivessem sido atribuídos, com a redação dada por esta lei, a imputação passa a fazer-se em caso de ausência de instruções específicas do titular.

¹⁰⁶ Neste sentido, RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit*, pág. 249.

Mas não só. Será ainda necessário que o direito de voto possa ser exercido segundo o critério de tais entidades. Tal significa que a mera ausência de instrução do titular não poderá fazer operar o regime constante da alínea f). Para tal, requer-se ainda que tenha sido convencionada a atribuição de poderes discricionários (“segundo o seu critério”). Com efeito, a norma necessita de um *plus* – o poder para o exercício dos direitos de voto, segundo critério do participante¹⁰⁷. Assim, estão fora do âmbito da norma os simples contratos de depósito.

Face à redação atual das alíneas f) e g), poderá colocar-se a pertinente questão de saber quais os casos que poderão cair no âmbito exclusivo da alínea g). É nosso entender que a atual alínea f) se aplicará única e exclusivamente aos casos em que o titular dos direitos de voto possa (excepcionalmente) avocar a si a definição do sentido de voto. Será o caso do contrato de gestão de carteira discricionário, no qual “o cliente pode transmitir ordens vinculativas ao intermediário financeiro”¹⁰⁸. Com efeito, caberá no âmbito da alínea g), quer o contrato de gestão de carteira totalmente discricionário¹⁰⁹, quer a atuação da SG no interesse dos participantes do FI que esta gere.

IV. A Imputação de Votos Detidos por Fundos de Investimento

1. Questão Prévia

Face a tudo quanto ficou exposto, cabe neste momento advertir que a expressão “detidos por fundos de investimento” – que dá título ao nosso trabalho – apenas poderia ser utilizada com propriedade no caso de atribuição de personalidade jurídica aos FI. Tal circunstância permitiria que este fosse o titular das ações que integram o seu património. Com efeito, mais correto seria afirmar a imputação de direitos de voto inerentes a ações integrantes do património dos FI.

¹⁰⁷ Neste sentido, COSTA E SILVA, Paula – *A Imputação de Direitos ... Cit.*, pág. 431 e 432; OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *A Imputação de Direitos de Voto ... Cit.*, pág. 190 e 191.

¹⁰⁸ BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *O Contrato de Gestão de Carteira*, in *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, Vol. 2 (2020), N.º 6, pág. 17.

¹⁰⁹ BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *O Contrato de Gestão ... Cit.*, pág. 17.

2. Os Critérios de Imputação do artigo 20º do CVM – a alínea g) em particular

No que toca à imputação dos direitos de voto que resultem de ações que integram o património dos FI, e por referência à alínea a) do n.º 1 do art. 20º do CVM, seguimos o entendimento de ANDRÉ FIGUEIREDO¹¹⁰, segundo o qual:

Não haverá atuação por conta para efeitos desta al. a) do art. 20.º/1 quando, independentemente de uma alocação (integral ou parcial) do resultado económico associado a um conjunto de ações a um sujeito que não é seu titular formal, a este não possa ser reconhecida uma verdadeira esfera de influência, efetiva ou meramente provável, no sentido em que foram ou serão exercidos os direitos de voto.

A doutrina maioritária afirma que “os votos inerentes a ações que integrem um fundo de investimento serão imputáveis à respetiva sociedade gestora”¹¹¹, por via da alínea f) do n.º 1 do art. 20º do CVM. No entanto, tais posições tinham por base a redação inicial desta alínea, antes da cisão operada e que criou a alínea g). Um dos argumentos utilizados para a imputação ao abrigo da alínea f) era a faculdade do exercício discricionários dos direitos de voto, por parte da SG. Outro argumento assentava na afirmação de que a administração a que esta se refere não é necessariamente apenas a convencional, mas também a estabelecida pela via legal¹¹², como é o caso da administração levada a cabo pelas SG, quanto aos ativos que integram o património dos FI por si geridos. “As situações de administração de bens *ex lege* traduzem-se, em regra, na concessão de um poder funcional, onde se dissocia a legitimidade para o exercício e a titularidade do interesse prosseguido”. Entendia-se ainda que não impedia a imputação nos termos desta alínea, o facto de o administrador/participante ter o dever (contratual ou legal) de atuar no interesse exclusivo do titular dos valores¹¹³.

No entanto, face à atual redação da alínea f), e à cisão operada, da qual resultou a alínea g), e nos termos já referidos, cremos que a imputação à SG dos votos inerentes a ações integrantes do património dos FI se deverá fazer antes ao abrigo da alínea g) do n.º 1 do art. 20º do CVM.

¹¹⁰ FIGUEIREDO, André – *O Negócio Fiduciário ... Cit.*, pág. 558.

¹¹¹ Neste sentido, OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *A Imputação de Direitos de Voto ... Cit.*, pág. 191; RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit.*, pág. 250; e ainda VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos ... Cit.*, pág. 167.

¹¹² RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit.*, pág. 244.

¹¹³ OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *A Imputação de Direitos de Voto ... Cit.*, pág. 190.

Contudo, uma posição destas parte (erradamente) de definições estanques relativas à natureza jurídica dos FI, para depois enquadrar a imputação dos direitos de voto no âmbito exclusivo do art. 20º. No entanto, conforme ficou referido, esta é uma norma incompleta, que carece de integração no âmbito dos preceitos que a convocam, podendo a sua aplicação cega e isolada levar-nos a resultados carecidos de correspondência com a *ratio legis*. A imputação de direitos de voto é “uma ferramenta que nos permite atingir o controlo real e efetivo de uma sociedade aberta. Afinal, se qualquer sociedade é (...) controlável através os direitos de voto, mais importante do que saber a quem pertencem formalmente os direitos, é saber quem tem legitimidade para o respetivo exercício de modo discricionário”^{114,115}.

Esta é a *ratio* subjacente ao art. 20º. No entanto, devemos olhar simultaneamente à *ratio* nas normas que convocam este artigo, conjugando-as, para que possamos com certeza afirmar a quem devem ser imputados os direitos de voto inerentes a ações integrantes do património dos FI. Com base nesta análise a resposta pode ser distinta consoante estejamos perante uma imputação para efeitos do art. 16º, ou para efeitos do art. 187º.

O CVM estabelece um regime unificado de imputação de direitos de voto. Tal unificação:

*(...) favorece a clareza applicativa, facilita os modelos de decisão por parte dos investigadores e torna a lei mais acessível e corretamente compreendida (...) visto estarmos perante uma estatuição assente em ficções legais, a rigidez do sistema manifesta-se igualmente na circunstância de o resultado applicativo ser incontornável mesmo que, em concerto, inexistia a possibilidade de influência no exercício de direitos de voto. Tal não dispensa, em todo o caso, a atividade interpretativa*¹¹⁶.

Como tal, coloca-se a questão de saber se os critérios estabelecidos no art. 20º do CVM devem ser objeto de interpretação e aplicação uniforme quer para efeitos do art. 16º, quer para efeitos do art. 187º¹¹⁷.

¹¹⁴ COSTA E SILVA, Paula – *A Imputação de Direitos ... Cit.*, pág. 217, *apud* BAPTISTA, Daniela Farto – *A Atuação Concertada ... Cit.*, pág. 327.

¹¹⁵ BAPTISTA, Daniela Farto – *A Atuação Concertada ... Cit.*, pág. 327.

¹¹⁶ CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 547.

¹¹⁷ Sobre o tema *vide* PEREIRA NEVES, Vítor – *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in AA.VV. – Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, Vol. II, Almedina, 2008, pág. 507-541; BAPTISTA, Daniela Farto – *A Atuação Concertada ... Cit.*, pág. 581; CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 547; COSTA ANDRADE, Carlos, Miguel STOKES – *Contributo para ... Cit.*, pág. 78-80; OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *A imputação de direitos de voto para efeitos de OPA's e algumas notas sobre matérias avulsas*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários, Almedina, 2021, pág. 173-183.

DANIELA BATISTA¹¹⁸ afirma que a norma do art. 20º tem uma natureza transitiva, pelo que o seu sentido varia em função da norma que o convoca. Com efeito, “não devem ser computados como imputáveis para efeitos dos arts. 187.º e 194.º, por exemplo, todos os votos que o serão para efeitos do art. 16.º”, uma vez que são várias as normas que remetem para os critérios constantes do art. 20º, o qual não tem “a virtualidade de ponderar conjuntamente as preocupações subjacentes” a cada uma delas. Veja-se que a remissão operada pelo art. 187º para o art. 20º pressupõe, para além dos requisitos deste artigo, que tais situações possam afirmar a existência de um domínio efetivo sobre a sociedade participada, para que desta forma nasça o dever de lançamento de OPA.

Em suma, a interpretação dos critérios constantes do art. 20º, quando no âmbito das remissões operadas pelas normas dos arts. 16º e 187º, deve ter “em conta a finalidade visada com a estipulação dos deveres que nascem da sua aplicação”¹¹⁹.

3. A Imputação para Efeitos do artigo 16º do CVM

Quanto à imputação para efeitos do art. 16º, o intérprete deverá atender aos já mencionados objetivos da norma¹²⁰: proteção dos investidores, confiança nos mercados, direito à informação – traduzido no conhecimento da aquisição, detenção e alienação de participações qualificadas –, determinante para a decisão de (des)investimento. Já quanto à imputação para efeitos do art. 187º, deverá atender-se, conforme previamente mencionado¹²¹, àquele que é o fundamento da norma: a “necessidade de conceder aos sócios minoritários a possibilidade de saída da sociedade (direito de *exit*)”¹²² uma vez verificado o domínio societário.

¹¹⁸ BAPTISTA, Daniela Farto – *A Atuação Concertada ... Cit.*, pág. 583.

¹¹⁹ BAPTISTA, Daniela Farto – *A Atuação Concertada ... Cit.*, pág. 583-584.

¹²⁰ Sobre o tema, *vide* novamente BAPTISTA, Daniela Farto – *A Atuação Concertada ... Cit.*, pág. 585; RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit.*, pág. 73 e ss; CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 550; REIS DE CASTRO, Ana (2016) – *A Imputação de Direitos ... Cit.*, pág. 13 e ss; e ainda GRANGEON CAVALEIRO, Filipa (2017) – *A proteção do mercado nas sociedades abertas Em especial, a tutela dos investidores através do mecanismo de imputação de direitos de voto*, Dissertação de Mestrado, Porto, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, pág. 30 e ss.

¹²¹ Sobre o tema, *vide* novamente RESENDE, João Mattamouros – *A imputação ... Cit.*, pág. 76 e ss; CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 565 e ss e 636 e ss; BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *Manual de Direito ... Cit.*, pág. 347 e ss e 372-373; BAPTISTA, Daniela Farto – *A Atuação Concertada ... Cit.*, pág. 585; e COSTA E SILVA, Paula – *A Imputação ... Cit.*, pág. 405 e ss.

¹²² BAPTISTA, Daniela Farto – *A Atuação Concertada ... Cit.*, pág. 585.

É a SG a entidade legalmente habilitada para a administração do FI, competindo-lhe o exercício dos direitos de voto inerentes às ações por este detidos, nos termos dos arts. 63º e 81º do RGA. Como tal, com vista à comunicação das entidades detentoras de participações qualificadas e dos direitos de voto por elas exercíveis, cremos que a norma do art. 16º do CVM se basta com a imputação à SG dos direitos de voto inerente às participações sociais detidas pelo FI, ainda que exercidos no interesse exclusivo dos participantes.

Partindo desta premissa, tal imputação deverá fazer-se nos termos da alínea g) do n.º do art. 20º do CVM. Assim, um eventual incumprimento do dever de comunicação previsto no art. 16º deverá ser imputado à própria SG. É ela que tem o dever de gerir o investimento (art. 63º n.º 2, alínea a) do RGA), bem como um dever de organização (art. 164º e ss e 191º n.º1 alínea a) do RGA), o que equivale a dizer que é ela quem deve assegurar o cumprimento dos deveres e obrigações emergentes da sua gestão, no caso, os deveres decorrentes do poder discricionário conferido à SG para adquirir, vender e manter participações sociais integrantes do património do fundo por si gerido.

4. A Imputação para Efeitos do artigo 187º do CVM

Já no que toca ao dever de lançamento de OPA, a questão poderá não ser tão linear. Em primeiro lugar, refira-se a proibição constante do art. 177º n.º 6 do RGA, segundo o qual a SG não pode adquirir ações que lhe confirmam mais de 20% dos direitos de voto numa mesma entidade ou que lhe permitam exercer uma influência significativa na sua gestão, por referência ao conjunto de OICVM que gere. Assim, dificilmente serão imputados à SG mais do que aquele limiar de direitos e voto, o qual é insuficiente para fazer nascer a obrigação de dever de lançamento de OPA, tendo em conta os limites mínimos estabelecidos no art. 187º – um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social.

Contudo, não será teoricamente impossível que a detenção de 20% do capital social se transforme em, pelo menos, um terço deste. Consideremos o cenário meramente académico da detenção de 20% do capital social, em que a sociedade participada delibera a aquisição de pelo menos 41% de ações próprias¹²³. Ora, nestes casos, por força do disposto no art. 324º

¹²³ Que apenas poderá acontecer nos termos dos arts. 316º e ss do CSC, em especial, nos termos de alguma das alíneas do n.º 3 do art. 317º.

n.º 1 alínea a) do CSC, tais ações teriam os seus direitos de voto suspensos. Com efeito, a SG seria titular de mais de um terço dos direitos de voto da participada, nascendo então o dever de lançamento de OPA. Se tal hipótese se apresenta como remota, a verdade é que já não será tão remota a possibilidade de a SG adquirir ações que lhe confirmam mais de um terço dos direitos de voto na participada, quando estejamos perante OIA de capital de risco, sobre os quais não impende a limitação constante do art. 177º do RGA.

Assim, ultrapassados os limites legais que impõem o dever de lançamento de OPA, tal dever deverá surgir na esfera de quem detém a influência dominante que dá razão de ser à norma. Pelos motivos acima expostos, é a SG que detém uma influência dominante sobre a participada, sendo a esta que compete o exercício dos direitos de voto inerentes às ações detidas pelos FI que gere.

A ultrapassagem dos limites referidos no art. 187º do CVM poderá dar-se por referência à totalidade dos direitos de voto geridos pela SG e que integram o património de todos os FI por si geridos, nos termos do art. 177º do RGA. Com efeito, cremos ser de distinguir duas situações possíveis: a primeira, o caso em que o dever de lançamento de OPA surge por referência aos direitos de voto inerentes a um único FI. Neste caso, e por ser a SG que detém a influência dominante da participada, será na esfera da SG que nasce este dever. Contudo, será sempre e apenas na estrita medida do cumprimento da sua obrigação de administração daquele concreto FI e dos seus deveres fiduciários. Como tal, o dever de lançamento de OPA, embora surja na esfera da SG, será cumprido com os bens e meios integrantes do FI, uma vez que a influência dominante foi alcançada pela SG na prossecução do interesse dos participantes, ou pelo menos com esse intuito. Tal afirmação não impossibilita os participantes (individualmente considerados ou em conjunto) do recurso à figura da responsabilidade contratual da SG, pelo eventual incumprimento da política de investimento e dos deveres de gestão de risco a que esta se encontra adstrita.

A segunda situação será a do surgimento do dever de lançamento de OPA na esfera da SG, mas por referência aos direitos de voto inerentes aos vários FI por aquela geridos. Em tal hipótese, os contornos acima mencionados para a execução deste dever deverão aplicar-se a cada um dos FI na proporção dos direitos de voto detidos por este (administrados pela SG) e que contribuíram para a formação da influência dominante da SG. Ou seja, os bens e

meios que serão disponibilizados para efeitos do cumprimento do dever de lançamento de OPA serão imputados proporcionalmente a cada um dos FI, por referência aos direitos de voto que integram o património do FI. Do mesmo modo, o benefício resultante, i.e., as ações adquiridas por força do lançamento da OPA, integrarão o património de cada um dos FI geridos pela SG comum, na proporção dos direitos de voto integrantes de cada um dos FI que contribuíram para a detenção de uma influência dominante sobre a participada. Também aqui os participantes não se encontram impossibilitados (individualmente ou em conjunto) de recorrer a ação de responsabilidade contratual pelo eventual incumprimento da política de investimento e dos deveres de gestão de risco a que se encontra adstrita a SG.

Conclusão

Aqui chegados, cumpre-nos sumariar o caminho que fizemos e reforçar algumas conclusões a retirar. Começámos por definir os OIC ao abrigo do RGA, por contraposição ao RGOIC, evidenciando as diferenças que o novo diploma trouxe. Vimos ainda os diversos tipos de OIC consagrados na lei.

Em seguida identificámos as entidades relacionadas com os OIC – a entidade gestora, o depositário, a entidade comercializadora e o auditor. Vimos que é a SG quem administra os OIC sob a forma contratual, cabendo-lhe legalmente a sua representação, no estrito cumprimento dos seus deveres e no interesse exclusivo dos participantes. Colocámos de seguida a hipótese de se considerar os FI como um ente para-societário, cujos órgãos estatutários seriam (na sua maioria) externos, tendo em conta as funções desempenhadas pelas entidades relacionadas com os FI.

Definimos ainda os FI, por referência ao RGA e por contraposição ao RGOIC. Tecemos de seguida algumas considerações sobre a autonomia patrimonial dos FI, entrando depois na temática da natureza jurídica dos FI, onde elencámos as teses defendidas pela doutrina, deixando claras as fragilidades da redação do RGA, bem como a oportunidade que o legislador desaproveitou para clarificar a querela. Analisámos, por fim, a possibilidade (e a conveniência) de atribuição de personalidade jurídica aos FI.

Passámos em seguida à análise das funções do regime da imputação de votos prevista no art. 20º do CVM, assim como das normas que convocam a sua aplicação, concluindo que, tendo em conta tais funções e a dificuldade de enquadramento dogmático da figura dos FI,

se deverá fazer uma imputação dos direitos de voto detidos por FI tendo por referência a *ratio* dos arts. 16º e 187º do CVM, ao invés de partir da uma conceção estanque da natureza jurídica dos FI, o que inevitavelmente nos levaria a resultados desconformes aos objetivos do legislador. Fizemos ainda uma análise dos critérios de imputação previstos no art. 20º do CVM que nos poderiam auxiliar a responder à questão de a quem deverão ser imputados os direitos de voto detidos por FI.

Por fim, procurámos conjugar todos os capítulos que antecederam, para concluirmos a quem devem ser imputados os direitos de voto detidos por FI. Neste momento, advertimos para a utilização da expressão que dá título ao nosso trabalho – “detidos por fundos de investimento” – referindo que tal expressão apenas poderia ser utilizada com propriedade no caso de atribuição de personalidade jurídica aos FI. Tal circunstância permitiria que este fosse o titular das ações que integram o seu património. Assim, considerámos que mais correto seria afirmar a imputação de direitos de voto inerentes a ações integrantes do património dos FI. Chegados a este ponto, concluimos que a imputação dos direitos de voto detidos por FI deveria ser feita casuisticamente, por referência aos objetivos das normas que convocam a aplicação dos critérios constantes do art. 20º do CVM.

Bibliografia

- ALTMANN, Sofia – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais: Em Especial o Acordo para o Exercício do Direito de Voto*, in Revista De Ciências Empresariais e Jurídicas, n.º 25, 2014, pág. 97-138;
- ANDRADE, Manuel de – *Teoria Geral da Relação Jurídica, Sujeitos e objecto*, vol. I, Almedina, 1997;
- BAPTISTA, Daniela Farto – *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto*, Tese de Doutoramento, Faculdade de Direito da Universidade Católica do Porto, UCP Editora, 2016;
- BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017;
- BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *O Contrato de Gestão de Carteira*, in Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, Vol. 2 (2020), N.º 6, pág. 1-36;
- BARRETO MENEZES CORDEIRO, António – *O Depositário no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo*, in AA.VV. – *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Edições Almedina, S.A., 2017, pág. 281-295;
- BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Três problemas dogmáticos dos fundos de investimento*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 8 (2000);
- CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª ed., Almedina, 2016;
- CÂMARA, Paulo – *Os Fundos de Investimento*, in AA.VV. – *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. I, Almedina, 2011, pág. 631- 650;
- CARVALHO FERNANDES, Luís – *Teoria Geral do Direito Civil*, Vol. I, UCP Editora, 6ª Ed., 2012;
- COSTA ANDRADE, Carlos, Miguel STOKES – *Contributo para o estudo da imputação de direitos de voto no contexto do dever de lançamento de OPA*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários, Almedina, 2021, pág. 61-93;

- COSTA ANDRADE, Margarida – *A Propriedade Fiduciária*, in COSTA ANDRADE, Margarida, Separata de II Seminário Luso-Brasileiro do Direito Registral (Coimbra – 10 e 11 de Maio de 2007), Coimbra Editora, 2009, pág. 55-84;
- COSTA E SILVA, Paula – *A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição*, in AA.VV. – Direito dos Valores Mobiliários Vol. VII., Coimbra Editora, 2007, pág. 403-441;
- ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os fundos de investimento imobiliário*, in Direito das Sociedades em Revista, ano 11, Vol. 22 (2019), pág. 49-61;
- ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os Grupos de Sociedades*, Almedina, 2ª edição, 2002;
- ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 3ª Edição, 2017;
- FERREIRA, Juliano, *A Imputação de Direitos de Voto no Cruzamento entre Transparência e Oferta Pública de Aquisição*, in AA.VV. – Estudos em Honra de João Soares da Silva, Almedina, 2021, pág. 581-610.
- FIGUEIREDO, André – *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, Tese de Doutoramento, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2011;
- FORMIGAL, Rodrigo, Bruno AZEVEDO RODRIGUES, Jorge MORAIS, Joana MALDONADO REIS, João LUPI, João SOARES CARVALHO, Diogo PIMENTA – *O Novo Regime de Gestão de Ativos*, 4 de maio de 2023, <https://abreuadvogados.com/>, consult. em 20 de setembro de 2023;
- GRANGEON CAVALEIRO, Filipa (2017) – *A proteção do mercado nas sociedades abertas Em especial, a tutela dos investidores através do mecanismo de imputação de direitos de voto*, Dissertação de Mestrado, Porto, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa;
- GUINÉ, Orlando – *Do contrato de gestão de carteiras e do exercício do direito de voto*, in AA.VV. – Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, pág. 65-149;

- KUNJIQUISSE JELEMBI, Armindo – *O Negócio Fiduciário Caracterização, Constituição e Efeito*, Tese de Doutoramento, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2017;
- MENEZES LEITÃO, Luís – *Fundos de Investimento*, in Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, Vol. 3 (2021), n.º 11, pág. 621-639;
- MOTA PINTO, Carlos Alberto, António PINTO MONTEIRO, Paulo MOTA PINTO – *Teoria Geral do Direito Civil*, Gestlegal, 5ª Ed., 2020;
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de – *Responsabilidade, Imputação de Participações Sociais e Domínio Total Indireto*, in AA.VV. – Estudos em Honra de João Soares da Silva, Almedina, 2021, pág. 451-484.
- OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, abril de 2000, pág. 163-193;
- OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *A imputação de direitos de voto para efeitos de OPA's e algumas notas sobre matérias avulsas*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários, Almedina, 2021, pág. 165-200;
- PEREIRA DE ALMEIDA, António – *Governo dos Fundos de Investimento*, in AA.VV. – Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VIII, Coimbra: Coimbra Editora, 2008, pág. 9-38;
- PEREIRA DE ALMEIDA – António – *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. 2, 7ª ed., Coimbra Editora, 2013;
- PEREIRA NEVES, Vítor – *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in AA.VV. – Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, Vol. II, Almedina, 2008, pág. 507-541;
- PESSOA JORGE, Fernando – *O Mandato sem Representação*, Almedina, 2001 (reimpressão);
- REIS, Célia – *Os Deveres Das Entidades Gestoras de Fundos de Investimento*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 14 (2002), pág. 157-164;

- REIS DE CASTRO, Ana (2016) – *A Imputação de Direitos de Voto nos termos do Artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários*, Dissertação de Mestrado, Porto, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa;
- REIS MARTINS, Gonçalo – *Os Organismos de Investimento Coletivo Abertos em Valores Mobiliários e Personalidade Jurídica – Estudo Comparado*, in AA.VV. – *Direito Privado e Direito Comunitário*, 1018ª Ed., Âncora Editora e Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, pág. 319-421;
- RESENDE, João Mattamouros – *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Dissertação de Mestrado, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010;
- ROMÃO PINHO, Catarina – *Os fundos de investimento mobiliário no Direito português: natureza jurídica e exercício do direito de voto pela entidade gestora*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Vol. IV (2012), n.º 1, pág. 111-145;
- ROSA FERRO, Pedro – *Notas sobre o Preâmbulo Constitucional*, in *Direito e Justiça*, Vol. 19, n.º 1 (2005), pág. 133-157;
- SIMÕES COELHO, Pedro, Orlando VOGLER GUINÉ, Carlos FILIPE COUTO – *O Novo Regime da Gestão de Ativos*, abril de 2023, <https://www.vda.pt/pt/>, consult. em 20 de setembro de 2023;
- SOARES DA SILVA, João – *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, abril de 2007, pág. 47-58;
- TEIXEIRA, João Carlos, Daniela GUIMARÃES – *O Novo Regime de Gestão de Ativos*, 15 de junho de 2023, <https://adcecija.pt/>, consult. em 20 de setembro de 2023;
- VAZ TOMÉ, Maria João – *Alguns aspetos dos Fundos Comuns de Investimento Mobiliário Abertos*, in AA.VV. – *Jornadas - Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, 2007, pág. 123-144;
- VAZ TOMÉ, Maria João – *Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, Livraria Almedina – Coimbra, 1997;

VAZ TOMÉ, Maria João – *Notas sobre os Aspetos Financeiros e Cíveis dos Fundos de Investimento Mobiliários Abertos*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, 1999, pág. 9-62.

VAZ TOMÉ, Maria João, Diogo LEITE DE CAMPOS – *A Propriedade Fiduciária (Trust) Estudo para a sua Consagração no Direito Português*, Almedina, 1999.