

EXERCÍCIO DE DIREITOS DE VOTO POR ENTIDADES GESTORAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO

Exercício de direitos de voto por entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário

Pela especificidade própria do tipo de veículo de investimento em causa, os titulares de unidades de participação de fundos de investimento detêm um conjunto reduzido de direitos face aos fundos e às entidades gestoras dos mesmos.

Por isso, a lei estabelece várias restrições em matéria de exercício pela respectiva entidade gestora dos direitos de voto inerentes às acções detidas por fundos de investimento, nomeadamente prevendo a consagração de uma política geral em matéria de exercício dos direitos de voto no regulamento de gestão, proibições quanto ao modo e sentido desse exercício e obrigações de divulgação de informação sobre o mesmo.

Nos casos em que as entidades gestoras sejam entidades participadas de grupos financeiros, com interesses estratégicos diversos dos dos investidores, o legislador entende que tais restrições não são suficientes, estabelecendo normas de imputação de direitos de voto, que podem levar à imposição de deveres adicionais sobre as entidades gestoras.

The exercise of voting rights by management companies of investment funds

Given the specific nature of this type of investment vehicle, the unit-holders of investment funds have a limited set of rights vis-à-vis the funds and their management companies.

Therefore, Portuguese law sets out several restrictions to the exercise by the relevant management company of the voting rights attached to shares held by investment funds, notably providing for the existence in the fund rules of a general policy on the exercise of voting rights, for prohibitions on the manner and scope of such exercise and for disclosure obligations regarding it.

Where management companies are subsidiaries of financial groups with strategic interests different from those of the investors, the legislator believes that these restrictions do not suffice, thereby setting forth rules on the attribution of voting rights, which may lead to additional obligations being imposed on the management companies.

Introdução

Não obstante terem sido afectados pela volatilidade presente nas bolsas, os fundos de investimento continuam a ser um dos mais importantes veículos de canalização da poupança para investimento nos mercados de capitais, sendo accionistas relevantes de várias das mais importantes empresas portuguesas e mundiais.

Tal acontece por permitirem aos investidores, ainda que munidos apenas de pequenas quantias, beneficiarem de uma estratégia de investimento profissional, associada a uma diversificação de riscos alcançada através do fraccionamento do investimento por vários activos, que de outro modo apenas seria acessível a quem tivesse à sua disposição um elevado património.

No entanto, a sua configuração comporta riscos para os investidores, especialmente no que toca ao tratamento dado pelas respectivas entidades gestoras às participações sociais que compõem a sua carteira.

Por um lado, porque, regra geral, as unidades de participação estão dispersas por um grande número de titulares, com um reduzido elenco de direitos face ao fundo de investimento e à entidade gestora, o que impede os investidores de escrutinar de um modo proactivo a aquisição, gestão e alienação dos activos que compõem a carteira do fundo.

Por outro lado, porque a maioria das entidades gestoras está inserida em grupos financeiros, com interesses estratégicos próprios, cujos elementos são, frequentemente, participados por ou participam nas sociedades em que os fundos geridos detêm participações.

A combinação destes factores pode redundar na prossecução pela entidade gestora dos seus interesses estratégicos ou de entidades com a mesma relacionadas, em detrimento dos interesses financeiros da gestão do património do fundo de investimento e dos titulares de unidades de participação.

Por esta razão, o legislador consagrou diversas normas que regulamentam a actividade das entidades gestoras, com o fim de fazer prevalecer o interesse dos investidores. Destas normas, iremos analisar apenas as que se referem ao exercício de direitos de voto inerentes a acções detidas por fundos de investimento, domínio em que tais riscos se podem colocar com maior acuidade.

No entanto, e ainda antes de o fazermos, referiremos brevemente alguns aspectos gerais da disciplina dos fundos de investimento mobiliário.

Aspectos gerais dos fundos de investimento mobiliário

As normas fundamentais relativas aos fundos de investimento mobiliário encontram-se no Decreto-

Lei n.º 252/2003, de 17 de Outubro, que estabelece o Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo («RJOIC»), transpondo para o nosso ordenamento as sucessivas directivas comunitárias nesta matéria (no momento em que escrevemos ainda não ocorreu a transposição para o ordenamento jurídico português da Directiva 2009/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho, conhecida como «UCITS IV»).

Os fundos de investimento mobiliário integram o conceito de organismo de investimento colectivo («OICs»), conjuntamente com as sociedades de investimento mobiliário. Os OICs são estruturas que têm como fim o investimento colectivo de capitais obtidos junto do público, estando sujeitos a um princípio de divisão de riscos e à prossecução exclusiva do interesse dos seus participantes (artigo 1.º, n.º 2 do RJOIC).

Os OICs em valores mobiliários («OICVMs») distinguem-se dos restantes OICs em função da sua composição, sendo o seu património constituído por valores mobiliários e instrumentos do mercado monetário (artigo 1.º, n.º 4 do RJOIC). Os OICVMs podem ser harmonizados ou não harmonizados, conforme obedeam ou não às regras do título III do RJOIC (artigo 1.º, n.º 5 do RJOIC), distinção com relevo para a comercialização no estrangeiro de OICs estabelecidos em Portugal (e vice-versa).

Os OICs podem ser abertos, correspondendo-lhes um número variável de unidades de participação, ou fechados, correspondendo-lhes um número fixo de unidades de participação (artigo 2.º, n.º 1 do RJOIC).

Quanto à sua natureza, os fundos de investimento mobiliário são patrimónios autónomos pertencentes, num regime especial de comunhão, aos titulares de unidades de participação, que se denominam participantes (artigo 4.º, n.º 1 do RJOIC).

A gestão de todos os aspectos da organização dos fundos de investimento e do seu património, bem como a responsabilidade pelas diligências conducentes à sua constituição cabe à entidade gestora. Podem ser entidades gestoras as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário, quando estejam em causa OICs abertos, ou bancos ou outras instituições de crédito constantes das alíneas a) a e) do artigo 6.º, n.º 1 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/82 de 31 de Dezembro («RGICSF»), quando estejam em causa OICs fechados. As sociedades gestoras de fundos de

investimento mobiliário são sociedades financeiras, que têm como principal actividade a gestão de um ou mais OICs (artigo 6.º, n.º 1, alínea d) do RGICSF e artigo 31.º, n.º 1 do RJOIC).

No âmbito da concretização da política de investimento dos fundos de investimento, é da competência das entidades gestoras levar a cabo a selecção, aquisição e alienação dos activos que compõem a sua carteira, bem como o exercício dos direitos relacionados com tais activos (artigo 31.º, n.º 2, RJOIC).

Comparativamente, os direitos dos participantes reduzem-se, essencialmente, aos direitos de receber as unidades de participação depois de pago o preço de subscrição, de receber o resgate, reembolso ou produto da liquidação das mesmas e de receber informação, nomeadamente acedendo ao prospecto simplificado (artigo 10.º do RJOIC).

Assim, não obstante ser dos participantes o capital de que é composto o património do fundo de investimento, não dispõem estes de direitos que lhes permitam intervir activamente na sua gestão. Deste modo, aos participantes resta apenas subscrever ou resgatar unidades de participação como meio de aprovação ou censura do modo como a entidade gestora exerce as suas competências.

Como dissemos, ciente dos riscos que esta configuração acarreta, o legislador consagrou várias medidas com vista à sua mitigação, quer no RJOIC, quer no Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários («CMVM») n.º 15/2003 («Regulamento n.º 15/2003»), que analisaremos de seguida.

À cabeça destas medidas surge a consagração de um dever geral das entidades gestoras, de agirem de modo independente e no interesse exclusivo dos participantes (artigo 33.º, n.º 1 RJOIC).

Medidas de protecção dos interesses dos participantes em sede de exercício de direitos de voto

As medidas neste campo desenvolvem-se não só num quadro de auto-regulação, através da obrigatoriedade de tratamento do exercício de direitos de voto no regulamento de gestão do fundo, mas também num quadro de hetero-regulação, através de proibições legais e, complementarmente, através da divulgação obrigatória de informações sobre o modo do seu exercício.

Política geral em matéria de exercício de direitos de voto

Assim, o regulamento de gestão (que, a par do prospecto simplificado e do prospecto completo, é um dos documentos constitutivos dos OICVMs, de acordo com o artigo 61.º do RJOIC) dos fundos de investimento deve contemplar uma política geral em matéria de exercício pela entidade gestora dos direitos de voto das acções de que são titulares (artigo 82.º, n.º 1 do Regulamento n.º 15/2003). Ter-se-á entendido que os elementos que a compõem serão os suficientes para que os participantes/investidores possam tomar uma decisão esclarecida aquando da ponderação sobre a subscrição de unidades de participação.

Deste modo, tal política geral compreenderá, obrigatoriamente, uma orientação genérica sobre o exercício de direitos de voto, a indicação da forma desse exercício e os procedimentos aplicáveis em caso de subcontratação de funções de gestão do fundo (artigo 82.º, n.º 1 do Regulamento n.º 15/2003).

O primeiro elemento, referente à orientação genérica sobre o exercício de direitos de voto, corresponde à indicação sobre se a entidade gestora participará nas assembleias gerais das sociedades emitentes das acções em causa, nomeadamente quando as mesmas estejam sedeadas no estrangeiro. A intenção da entidade gestora em não participar em assembleias gerais deverá ser objecto de fundamentação.

O segundo elemento consiste na indicação sobre se os direitos de voto serão exercidos pela entidade gestora ou por um representante. Optando-se pela representação, é necessário referir se a mesma terá lugar por conta da entidade gestora e se o representante ficará vinculado às suas instruções escritas.

Por fim, o terceiro elemento está relacionado com a possibilidade de as funções de gestão do fundo de investimento serem objecto de subcontratação, caso em que os procedimentos aplicáveis ao exercício dos direitos de voto deverão ficar explicitados no regulamento de gestão.

Proibições legais em matéria de exercício dos direitos de voto

Outro nível de restrições está consubstanciado em proibições legais, quer quanto ao modo, quer quanto ao sentido do exercício dos direitos de voto. Podemos agrupar tais restrições em dois tipos.

O primeiro tipo de restrições refere-se (i) à impossibilidade de uma entidade gestora exercer os direitos de votos inerentes às acções detidas por fundos de investimento por si geridos através de um representante comum a qualquer entidade que com a mesma se encontre em relação de domínio ou de grupo (artigo 33.º, n.º 3, alínea a) do RJOIC), bem como (ii) à impossibilidade de exercer tais direitos com o objectivo principal de reforçar a influência societária de entidade nessas condições (alínea c) do mesmo preceito). O fim de ambas as proibições é claro: impedir que o representante confunda os interesses das entidades que se propõe representar e que privilegie os interesses da entidade gestora em detrimento dos interesses dos participantes.

O segundo tipo de restrições reporta-se à proibição do exercício de direitos de voto no sentido de apoiar a inclusão ou manutenção de cláusulas estatutárias de intransmissibilidade ou de cláusulas limitativas do direito de voto ou que possam impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição (artigo 33.º, n.º 3, alínea b) do RJOIC). Neste caso, o legislador parece querer salvaguardar, quer a liquidez dos activos que compõem a carteira dos fundos de investimento, quer a manutenção dos direitos associados às acções por estes detidas e, consequentemente, do seu valor. Entendemos que a primeira motivação decorrerá, não só da necessidade de assegurar que o fundo mantém a capacidade de se desfazer rapidamente dos seus activos para fazer face a resgates e reembolsos, mas também da doutrina segundo a qual é no momento da alienação que os investidores conseguem retirar o máximo retorno dos seus investimentos.

Obrigações de divulgação de informação

Paralelamente, as entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário estão adstritas à divulgação de informação sobre o exercício dos direitos de voto inerentes às acções detidas por fundos de investimento que gerem, em concretização do artigo 74.º do RJOIC, que determina que as mesmas devem justificar o sentido desse exercício.

A informação assim divulgada permite que os participantes, a CMVM e o mercado procedam à valoração do modo como são exercidos tais direitos de voto, quer abstractamente considerados, quer em relação ao disposto na lei e no regulamento de gestão.

Deste modo, as entidades gestoras estão obrigadas a comunicar à CMVM e a divulgar através do sistema de difusão de informação desta o sentido do exercício dos direitos de voto inerentes às acções dos OICs por si geridos, quando estejam em causa sociedades relativamente às quais o conjunto dos OICs geridos pela entidade gestora disponha de mais de 2% dos respectivos direitos de voto. No entanto, ainda que este limiar não seja ultrapassado, pode a CMVM solicitar à entidade gestora que proceda a tal divulgação quando entenda estarem em causa informações relevantes para a defesa dos participantes (artigo 81.º, n.ºs 1 e 2 do Regulamento n.º 15/2003).

A divulgação deve ocorrer nos três dias úteis seguintes ao exercício dos direitos de voto e seguir a forma do Anexo 11 ao Regulamento n.º 15/2003 (artigo 81.º, n.º 1 do mesmo), o que implica identificar, caso exista, o representante da entidade gestora e a sua relação com esta, os termos do mandato conferido, a entidade emitente, as deliberações em causa e o sentido do direito de voto, devendo este ser objecto de justificação, relativamente a cada uma das deliberações.

Adicionalmente, o exercício de direitos de voto que se traduza num desvio à política geral estabelecida no regulamento de gestão deve ser identificado e justificado no relatório anual do fundo de investimento, sempre que estejam em causa sociedades emitentes relativamente às quais o conjunto dos OICs geridos pela entidade gestora detenha mais de 1% dos respectivos direitos de voto (artigo 81.º, n.º 3 do Regulamento n.º 15/2003).

As sociedades gestoras e a imputação de direitos de voto

Referimos sumariamente as cautelas de que o legislador rodeou o exercício de direitos de voto pelas entidades gestoras. No entanto, no entender do legislador, as regras enunciadas não são suficientes para assegurar que as entidades gestoras agem de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes (artigo 33.º, n.º 1 do RJOIC).

Com efeito, o artigo 20.º, n.º 3 do Código dos Valores Mobiliários («Cód.VM») vem expressar que só não são imputáveis a uma sociedade que domine uma entidade gestora de fundo de investimento os direitos de voto inerentes às acções de sociedades abertas detidas pelos fundos de investimento que esta gere, se os mesmos forem exercidos de modo independente da sociedade dominante ou dominada. Por seu turno, o artigo 20.º-A do Cód.VM vem esclarecer quais os meios necessários para a comprovação do exercício independente do direito de voto.

Se é certo que tem sido prática da CMVM considerar como suficiente para a derrogação da imputação destes direitos de voto o cumprimento das obrigações legais decorrentes do RJOIC e do Regulamento n.º 15/2003, não é menos certo que os mencionados preceitos do Cód.VM vieram criar um acervo adicional de obrigações às entidades gestoras, cujo cumprimento se pode tornar uma tarefa com uma carga administrativa pesada. É que nestas matérias, e atentos os interesses protegidos, não basta parecer independente, há que sê-lo efectivamente.

PEDRO FERREIRA MALAQUIAS E TIAGO SIMÕES DE ALMEIDA*

* Advogados da área de Direito Comercial da Uría Menéndez-Proença de Carvalho (Lisboa).