

FUNDOS DE INVESTIMENTO: Uma Manifestação Típica dos Organismos Colectivos de Investimento Mobiliário

Fernanda Neves Rebelo*

Introdução

O sistema capitalista, enquanto agente renovador das estruturas económicas e sociais, constitui um factor externo que influi decisivamente na evolução do Direito. É frequente, sobretudo em momentos de rápida mutação social ou sob a pressão de necessidades económicas mais fortes, certas organizações levarem à criação de novas figuras e de novas técnicas e surgirem em funcionamento antes de serem juridicamente instituídas.

A situação descrita, que é usual no regime de economia capitalista, pode apreciar-se, de um modo privilegiado, no caso dos fundos de investimento. Estes são um produto da *praxis* comercial e financeira, tendo surgido espontaneamente e encontrado aplicação no âmbito de um sistema de economia de mercado, fundado na liberdade de iniciativa privada¹.

* Professora Auxiliar Convidada do Departamento de Direito da Universidade Portucalense Infante D. Henrique. O presente texto encontra-se publicado na obra colectiva “Estudos em Homenagem a Joaquim M. da Silva Cunha”, Porto: Fundação Universidade Portucalense Infante D. Henrique, 1999, pp. 269-281.

¹ Cfr. ARGENZIANO, *L'Investment Trust Come Caso di Spontanea Generazione di Nuovi Organismi Economici*, " Il Risparmio", 1961, p. 1881. Vid. ainda, B. LIBONATI, *Holding e Investment Trust*, Milão, Giuffrè Ed., 1959, p.10.

Um dos aspectos mais característicos da sociedade capitalista estriba-se, sem dúvida, como assinalou com especial agudeza Schumpeter, «na sua inesgotável capacidade de invenção»². O futuro dessa forma concreta de organização económica encontra-se sempre comprometido por uma absoluta necessidade de contínua renovação e de perpétuo dinamismo. Neste sentido recordemos as palavras de J. Martin Oviedo: «... el dinamismo de la sociedad capitalista no se limita a hacer marchar el sistema del modo óptimo para obtener unos mayores rendimientos, sino que es la fuerza creadora de *formas nuevas*»³. Os sistemas económicos são, pois, dotados de uma particular capacidade criativa em relação a "factos novos" que continuamente se verificam sobre o mercado; os fundos de investimento constituem uma particular expressão de tal vitalidade.

Em todos os países com sistemas financeiros desenvolvidos existem instituições orientadas para a exclusiva captação, aplicação e gestão de poupanças de uma pluralidade de pessoas. Apesar da multiplicidade de formas que revestem, em função da tradição financeira e do ordenamento jurídico de cada país, todas essas "fórmulas" de investimento colectivo desempenham, no essencial, a mesma função: estão vocacionadas para complementar a actividade de outras instituições financeiras clássicas (bancos), oferecendo alternativas inovadoras; na sua acção de intermediários

² *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, Viena, 1912, apud. JOSÉ M. MARTIN OVIEDO, *Regimen Juridico y Fiscal de las Sociedades e Fondos de Inversión Mobiliaria*, Madrid, "Colección Banif", 1967, p.7.

³ *Ibid.*, p.7.

financeiros, têm-se mostrado de importância decisiva para o desenvolvimento dos mercados de capitais⁴.

Os fundos de investimento são uma expressão típica, de entre as múltiplas formas que esses organismos podem assumir, e representam actualmente um dos produtos juridicamente mais interessantes e tecnicamente mais evoluídos do sistema financeiro⁵.

As circunstâncias que, de forma especial, determinaram o desenvolvimento e a difusão de organismos dotados de funções de intermediação no campo mobiliário são o resultado, por um lado, das profundas modificações operadas no nosso século na estrutura económico-financeira da empresa industrial - voltada essencialmente para a produção em série - e, por outro lado, do seu sistema de financiamento. A sociedade de capitais apresenta-se hoje como o instrumento ideal para satisfazer as exigências decorrentes do aparecimento da grande empresa e da premente necessidade de recorrer ao aforro privado para obter

⁴ Segundo RENATO CORRADO, o fundo de investimento tem consideráveis analogias, pelo menos, com uma parte da actividade bancária. Em ambos os casos está-se perante organizações que desenvolvem uma actividade intermediária no financiamento das empresas, se bem que se notem diferenças específicas quanto à natureza da intermediação. De facto, pode-se falar de funções substancialmente paralelas: os bancos transformam o aforro em capital de crédito; os fundos de investimento transformam o aforro em capital de risco (*L'Investment Trust nell'Ordinamento Italiano*, "Banca Borsa Titoli di Credito, Milão, Giuffrè Ed., ano XXVI, I, 1963, p. 384).

⁵ A regulamentação jurídica aplicável aos fundos de investimento encontra-se no DL. n.º 229-C/88, de 4 de Julho, com as alterações que foram introduzidas pelo DL. n.º 417/91, de 26 de Outubro. Da definição legal resulta que os fundos de investimento são conjuntos de valores pertencentes a uma pluralidade de pessoas, singulares ou colectivas, em que cada participante é titular de quotas-partes dos valores que os integram. Têm por fim exclusivo a constituição de uma carteira diversificada de valores, permitindo a divisão dos riscos e a rentabilidade das aplicações. Este conjunto forma um património que é dividido em participações de características iguais, sem valor nominal, designadas por unidades de participação e representadas por certificados.

financiamentos capazes de permitir uma produção em larga escala. Para tal, é indispensável incrementar junto do grande público a difusão das participações accionárias. Foi precisamente para facilitar esta política de amplo financiamento que surgiram os fundos de investimento; estes constituem intermediários privilegiados na canalização das poupanças dos pequenos aforradores para a empresa carecida de meios financeiros que lhe permitam enfrentar os desafios da produção em massa.

I - Factores de ordem económica determinantes da difusão dos fundos de investimento

1. O desenvolvimento da grande empresa e a necessidade do seu financiamento

O processo de mecanização da actividade industrial possibilita notáveis reduções dos custos unitários dos produtos, mas exige a aplicação de somas de capital muito mais avultadas do que aquelas que, na empresa tradicional, eram fornecidas pelo empresário ou por um número restrito de sócios.

Nos países industrialmente mais desenvolvidos as exigências da crescente produtividade que actualmente caracterizam as economias de mercado têm conduzido ao inevitável aumento do volume das unidades empresariais, obrigando-as a lançar-se em empreendimentos cada vez mais vultosos. Esta necessidade de

imprimir ao processo produtivo uma nova dimensão, impondo, como é natural, amplas imobilizações técnicas e planos de investimentos para extensos períodos de tempo, pressupõe a obtenção de consideráveis capitais, disponíveis a longo prazo⁶.

A solução deste problema reside essencialmente em incrementar a dotação de meios próprios às empresas. O modo mais directo de o obter consiste no autofinanciamento mediante o reinvestimento dos lucros líquidos obtidos na exploração, ou seja, através do recurso ao capital próprio⁷.

Note-se, porém, que este procedimento, como refere L. Meneses Leitão, conduz «a que a expansão das empresas venha a ser limitada pela sua rentabilidade líquida corrente»⁸, ou seja, faz com que dependa directamente da sua capacidade de autofinanciamento. Contudo, como sublinha o mesmo autor, «quando a rentabilidade corrente é baixa e surgem elevadas necessidades de financiamento para manter e possivelmente melhorar a rentabilidade futura, a manutenção desta relação autofinanciamento-endividamento constitui um funil à expansão da empresa».

Um outro meio de financiamento da actividade empresarial consiste no recurso ao capital alheio, sob a forma de capital de

⁶ Neste sentido, *vid.* J. ARRIAGA da CUNHA, *Os fundos de Investimento com Capital Variável*, "Revista Bancária", Lisboa, n.º28, Abril-Junho, 1972, p.39.

⁷ Sobre os factores de evolução da sociedade por acções e o seu autofinanciamento *vid.* F. GALGANO, *Diritto Commerciale. Le Società*, 4ª ed., Bolonha, Zanichelli, vol. II, 1990, p.285.

⁸ *Benefícios Fiscais e Incentivos ao Investimento das Empresas*, "Fisco", ano 4, Jan-Fev, 1992, p.16.

risco. Com este tipo de financiamento as empresas reforçam o seu activo, evitando o aumento do respectivo nível de endividamento.

Importa, pois, do ponto de vista económico, recorrer ao investimento em capital de risco, que se afigura mais adequado, na medida em que evita o pagamento de juros, favorecendo o desenvolvimento das empresas⁹. É, por isso, essencial, levar os investidores a participar no capital social, fazendo apelo à rentabilidade futura das empresas em consequência desse investimento. Para tanto torna-se indispensável que no plano jurídico surjam novas formas, novos institutos, que directa ou indirectamente contribuam para a satisfação desta necessidade.

O instituto que se mostra mais eficaz para satisfazer tal exigência é a sociedade de capitais. Esta possibilita conciliar a recolha de capitais com a exigência de limitar o risco económico

⁹ Há dois meios essenciais de financiamento às empresas: o capital de risco e o capital de crédito.

O capital de risco (*venture capital*) constitui, em termos genéricos, um processo de financiamento através da dotação às empresas dos meios financeiros necessários ao exercício da sua actividade, mediante a participação temporária de investidores no seu capital social. O seu elemento caracterizador consiste assim numa elevada tomada de risco feita por investidores, que aceitam tornar-se sócios de uma sociedade em que eles não asseguram a gestão, com vista a realizar, ao lado do empresário dirigente, um lucro suficientemente elevado para compensar largamente os riscos que estes aceitaram correr. A definição é-nos dada por L. MENESES LEITÃO que não deixa de salientar a crescente importância deste processo alternativo de financiamento das empresas, sobretudo, se comparado com a prática tradicional, no mundo dos negócios, do recurso ao crédito (*Benefícios Fiscais e Incentivos de Investimento das Empresas*, "Fisco", ano 4, Jan.-Fev., 1992, p.15).

Note-se que são várias as definições que se poderão encontrar na literatura sobre a matéria. Contudo, alguns autores pronunciam-se no sentido da indefinição do conceito de "capital de risco". Cfr. MARIA TERESA VEIGA de FARIA que refere um estudo publicado pela OCDE onde se conclui pela inexistência de «uma definição precisa de capital de risco, variando os contornos exactos deste fenómeno de um país para outro (*Regime Fiscal das Sociedades e Fundos de Investimento de Capital de Risco - algumas reflexões*, "Fisco", nº47, Outubro, 1992, p.16).

O segundo meio de financiamento às empresas, é o capital de crédito, que atribui (em regra) ao credor o direito a um interesse predeterminado, independentemente do resultado económico do exercício e o direito ao reembolso do valor nominal.

de cada sócio à sua quota. Além disso, a participação na sociedade, mediante a aquisição de acções livremente negociáveis, permite um investimento prontamente realizável, na medida em que cada sócio as pode ceder a outrem, recuperando, assim, a sua liquidez, para fazer face a despesas de consumo inesperadas ou para fazer outras aplicações.

Para resolver o problema do financiamento do sector industrial é indispensável aumentar o número de accionistas, o que implica a necessidade de se aliciar cada vez mais pessoas a investir as suas poupanças em acções. Para tal, é essencial conseguir que os que têm possibilidades de financiamento - as famílias - as ponham à disposição dos que experimentam necessidades de financiamento - as unidades empresariais.

Em todas as sociedades modernas as pessoas destinam uma parte significativa do seu rendimento à poupança para satisfazer necessidades futuras ou para enfrentar situações ocasionais (*e. g.* uma doença ou desemprego) ou, unicamente para obter a valorização das suas economias. Mas o simples entesouramento do dinheiro que se poupa não produz qualquer rendimento adicional nem para os aforradores nem para a comunidade. A verdade é que em tempos de inflação como os actuais, a desvalorização monetária acarreta, para a poupança detida sob a forma líquida, uma verdadeira perda à medida que o tempo passa. Daí que ao entesouramento se deva associar a ideia da sua aplicação rentável, isto é, da sua multiplicação¹⁰. Diversas formas de aplicação de

¹⁰ Refira-se que a evolução económico-social dos últimos tempos tem, na verdade, permitido um progressivo nivelamento dos rendimentos e a consequente formação de liquidez em novos estratos sociais, mas não é menos verdade que a elevada propensão

poupanças estão disponíveis e são utilizadas, em maior ou menor escala, pela generalidade dos investidores; é sabido que, quanto maior for o desenvolvimento do mercado financeiro, maior tenderá a ser a variedade de aplicações alternativas ao dispor dos aforradores¹¹.

No desenvolvimento das estruturas económicas actuais deverá ser destacado o lugar relevante que ocupa a poupança privada, cuja aplicação orientada para o investimento no sector produtivo se afigura indispensável¹². Assim, se os que poupam cederem o seu capital ao investidor, nas condições de prazo e de remuneração que se conciliem com as necessidades de financiamento que se

para o consumo ou a tendência para o entesouramento não directamente produtivo têm impedido que as empresas beneficiem plenamente da disseminação e crescimento do aforro individual. Neste sentido, *vid.* J. ARRIAGA DA CUNHA, *op. cit.*, p.40.

¹¹ A poupança pode ser aplicada, por exemplo: em depósitos a prazo, que produzem rendimento certo (juro) mas que se têm mostrado insuficientes para compensar a desvalorização monetária; em ouro, que sendo susceptível de valorização tem o inconveniente de não gerar rendimento; em acções e obrigações, que podem ser muito rentáveis, mas que pressupõem conhecimentos económicos, financeiros e técnicos que não estão ao alcance do investidor comum.

¹² Tradicionalmente, entendia-se que a poupança constituía riqueza em si e pode, de certo modo, assim ser considerada quando se pensa em termos de economias individuais não agregadas. Porém, ao passar-se da micro para a macro economia, a poupança é riqueza apenas e na medida em que pode ser investida. KEYNES define-a como a agregação das poupanças dos vários sujeitos económicos e corresponde à parte do rendimento não aplicada em consumo (*apud.* MANUEL PASSEIRO, *Fundos de Investimento*, "Revista Bancária", Lisboa, ano IV, nº 12, Abr-Jun, 1968, p. 8).

Também MANUEL PASSEIRO se refere à relação poupança-investimento: «Restringindo aos indivíduos o conceito de poupança, esta pode ser administrada pelas unidades económicas de dois modos diferentes: manter-se estagnada sob a forma de entesouramento, solução que pode convir ao possuidor individual mas é contrária ao interesse da economia geral por não criar capital económico; ou aplicar-se, directamente ou por intermédio de instituições apropriadas..., teremos neste segundo caso o investimento. O desenvolvimento económico exige um adequado volume de investimento. Para financiar o investimento é necessário formar poupanças, ... estas (uma vez constituídas) devem ser arrancadas ao entesouramento e dirigidas para o investimento». E conclui o mesmo A. que para haver desenvolvimento há «necessidade não só de criar ou manter incentivos ao aforro privado, mas também de possuir meios de canalizar esse aforro para o financiamento das actividades que concretizam os processos de desenvolvimento» (*ibid.*, p.10).

manifestam na economia, poderá verificar-se um financiamento directo¹³.

2. O investimento na perspectiva do aforrador

A difusão da propriedade accionária constitui, sem dúvida, uma exigência imprescindível da evolução da estrutura económica. No entanto, torna-se necessário considerar um outro aspecto do problema: em primeiro lugar, saber se será conveniente para o aforrador investir o seu dinheiro em acções; em segundo lugar (na hipótese de a resposta à primeira questão ser afirmativa), qual será, entre as várias hipóteses de aplicação das poupanças individuais em valores mobiliários, aquela que lhe oferece melhores condições de investimento.

Para respondermos à primeira questão, importa realçar os factores que condicionam, na perspectiva do detentor do aforro, o investimento ideal. A intervenção directa dos pequenos e médios aforradores no financiamento da actividade empresarial, ou seja, a sua orientação para o investimento mobiliário, só poderá alcançar-se desde que este lhes seja apresentado em circunstâncias verdadeiramente aliciantes. O estudo do comportamento do aforrador-tipo, na generalidade dos países industrializados, permite concluir que, geralmente, o investimento só é considerado verdadeiramente compensador - no sentido de poder ser preferido

¹³ Sobre o financiamento directo *vid.* ALBERTO RAMALHEIRA, *O Mercado de Capitais e o Desenvolvimento Económico*, "Revista da Banca", Lisboa, nº 9, 1989, p.12.

ao consumo imediato - quando reúne condições de segurança, liquidez e rendimento.

A primeira condição é de relevante importância. A segurança advém da variedade das aplicações do investimento, através da diversidade dos tipos de acções e de obrigações que compõem a carteira do fundo.

Quanto à liquidez, esta reveste-se de particular significado para o pequeno aforrador que, na eventualidade de uma necessidade de consumo inesperada, deve poder contar com a recuperação, a todo o momento e em numerário, da quantia empregue.

Finalmente, o que o investidor pretende é obter um rendimento que, apesar de variável, seja estável e se traduza numa valorização das suas economias através do tempo. Ora, a rentabilidade resulta não só de um compensador rendimento periódico mas também da normal valorização dos títulos, que têm sempre cotação no mercado bolsista.

Conclui-se, pois, que o investidor tem interesse em fazer aplicações em acções e obrigações, desde que lhe seja assegurada a sua rentabilidade em condições de elevada segurança e liquidez.

Resta agora determinar de que modo o pode conseguir. Por outras palavras, trata-se de optar entre a utilidade e a conveniência para o aforrador, em adquirir acções de uma sociedade ou em recorrer ao mercado de títulos e aí proceder directa e pessoalmente à escolha e compra de valores mobiliários, ou ainda aplicar, num organismo colectivo de gestão mobiliária, o capital que destinou ao investimento.

2.1. A sociedade de capitais - dificuldades para o pequeno e médio aforrador

Se é verdade que só nas empresas os factores produtivos encontram plena utilização e que é esse o ambiente privilegiado para a formação de grande parte da nova riqueza, então a participação no capital social deveria representar uma adequada forma de emprego das poupanças.

Para o grande investidor, a aquisição de acções em sociedades pode ser, efectivamente, uma aplicação bastante satisfatória, porquanto dispõe de meios que lhe permitem facilmente repartir o seu investimento e até chamar ao seu serviço técnicos competentes. Todavia, a difusão do título accionário, principalmente entre os pequenos e médios investidores, apresenta-se pouco atractiva e origina algumas dificuldades.

Por um lado, o pequeno e médio accionista não visa a participação pessoal na actividade produtiva da empresa. Verifica-se aliás o desinteresse da quase totalidade dos sócios de uma grande sociedade pela gestão social. Com efeito, aos possuidores de títulos em tais sociedades são atribuídos poderes e legítimos direitos que, em definitivo, não desejam exercitar, nomeadamente, o poder de intervenção nas decisões e no controlo, através dos quais se determina e se desenvolve a actividade social¹⁴.

¹⁴ Referimo-nos, evidentemente, ao accionista-investidor que não se preocupa com a boa ou má administração, pois não pretende assumir a condução directa da sociedade, encarando a aplicação das suas poupanças como um investimento remunerativo. Diversa é a situação do accionista-financiador ou do accionista que se interessa pela sociedade, a controla e administra profissionalmente.

Por outro lado, ainda que o pequeno aforrador pretendesse intervir activamente na gestão social, dificilmente colheria benefícios de tal intervenção, por carecer, em geral, dos conhecimentos necessários para lhe conferir alguma eficácia ou utilidade. É de notar que se assiste hoje à progressiva e decisiva substituição dos dirigentes-proprietários por uma classe de dirigentes-profissionais (não proprietários, portanto, não sócios)¹⁵, o que mostra a crescente importância que os factores da competência e da técnica assumem na actividade de direcção da empresa em forma de sociedade.

Finalmente, é de realçar que o pequeno investidor aplica o seu capital em acções, unicamente visando o provento que obterá sob a forma de dividendo, esperando deste modo conseguir uma efectiva estabilização dos seus rendimentos em níveis constantes e satisfatórios¹⁶. Ora, para prosseguir esta finalidade, a sociedade de capitais - pelo menos na estrutura e funcionamento actuais - constitui um instrumento inadequado, visto que o investimento directo não possui a elasticidade necessária à limitação dos riscos

¹⁵ AGOSTINO GAMBINO sublinha o progressivo abandono do ideal da participação no poder de todos os interessados e acrescenta que é «inevitável que o poder seja atribuído não a todos os interessados, mas àqueles que possuam a idoneidade técnica para o exercer com competência» (*Il Ruolo della Giurisprudenza. Potere Tecnologico e Diritto dell'Impresa*, "Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obligazione", Milão, Vallardi Ed., ano LXV, I, 1967, p.261).

¹⁶ Neste sentido são particularmente sugestivas as palavras de B. LIBONATI: «O pequeno investidor desinteressa-se totalmente da sua qualidade de sócio; não tem nenhum interesse na actividade social, e, de um modo geral, na vida social....O fim do pequeno investidor é definitivamente obter um investimento seguro; de natureza não especulativa; que lhe assegure um rendimento estável, ainda que não excessivo; que não exija particular atenção ou particular competência; que permita facilmente a recuperação do dinheiro investido sem se envolver em operações muito complicadas» (*op. cit.*, p.476).

e, eventualmente, das perdas, nem sempre sendo possível desinvestir, imediatamente e sem prejuízos, o dinheiro empregue.

Tudo isto contribui para tornar objectivamente difícil a canalização de capital (sobretudo, de risco) dos aforradores para o sector produtivo, através do instrumento societário.

2.2. O investimento directo no mercado de valores mobiliários. A importância decisiva da competência e da preparação técnica

Diversos factores contribuem para o êxito do investimento directo (em acções, sobretudo) e condicionam, sem dúvida, o acesso do pequeno e médio aforrador ao mercado de valores mobiliários. Como é sabido, o investimento que não seja de pura especulação, exige uma quantidade tal de noções, informações, habilidade financeira e, principalmente, de meios materiais que dificilmente poderão ser reunidos num só sujeito, principalmente se este for um pequeno investidor.

Para que o investimento directo se apresente com probabilidades mínimas de êxito, torna-se desde logo necessário um conhecimento exacto e tanto quanto possível completo da própria conjuntura económica global, obviamente complexa. Em seguida, interessa coligir elementos seguros sobre os diversos sectores da economia e, dentro de cada sector, sobre cada empresa. Finalmente, de posse de todos estes dados, o investidor precisa ainda, antes de se lançar em operações sobre títulos, de levar a cabo uma exaustiva análise do mercado que lhe permita gerir a sua

carteira em termos de garantir uma boa selecção de valores e uma suficiente diversificação dos riscos.

É, pois, indispensável possuir qualidades e conhecimentos e aceitar riscos que, na realidade, dificilmente se podem conciliar com os meios financeiros, as possibilidades de informação e os padrões de actuação do aforrador-tipo¹⁷.

O investimento directo em acções reveste-se, portanto, de especiais dificuldades e envolve graves riscos. O grande obstáculo em matéria de valores mobiliários é a escolha. Já no princípio deste século, um especialista em matéria de investimento, Leroy-Beaulieu concluía: «Le choix, c'est à dire le placement, c'est l'affaire le plus délicat. Le principal inconvénient des valeurs mobilières consiste en ce qu'une erreur grossière dans le choix ou le placement peut amener la ruine presque totale, parfois même la ruine totale»¹⁸

Nos últimos decénios, o investimento accionário, longe de se simplificar, tornou-se cada vez mais complexo, o que veio agravar significativamente os problemas. De facto, se o pequeno aforrador comprar acções só de uma ou de duas empresas, mesmo de primeira ordem, obterá uma centralização de riscos sempre perigosa, pois, como se sabe, um capital é tanto mais vulnerável quanto menos se encontra repartido por colocações diversificadas.

¹⁷ Neste sentido, BURCHETT observa que «a gestão de uma carteira de títulos é uma actividade especializada que exige profundos conhecimentos de todos os tipos e espécies de aplicações financeiras, bem como a plena compreensão dos princípios económicos fundamentais. (*Investments and Investment Policy*, New York, 1938, p.109).

¹⁸ *L'art de placer et gérer sa fortune*, Paris, 1905, p. 63, *apud.* G. PERLTTI, *Funzione Economica dell' Investment Trust*, in “L'Investment Trust nelle Esperienze e nei Progetti Europei”, Pádua, Cedam Ed., 1967, p.13.

Mas a exigência de uma aplicação diversificada é dificilmente conciliável com os escassos meios financeiros de que dispõe. Deste modo, só mediante uma ampla e cuidadosa repartição do investimento se pode obter uma razoável limitação da álea que acompanha qualquer tipo de emprego de capital, pelo que se deve logicamente concluir que a optimização de um investimento mobiliário está directamente dependente do emprego de um avultado capital, sem o qual qualquer diversificação é praticamente impossível. Observe-se que esta aplicação, como adverte Manuel Passeiro, requer conhecimentos económico-financeiros só ao alcance de peritos, e estes são caros.¹⁹ Como é evidente, o pequeno aforrador não tem possibilidades de pagar os serviços de técnicos competentes que lhe administrem o capital por sua conta.

Conclui-se, pois, que a difusão do investimento accionário, se bem que desejável no interesse quer do investidor quer da economia em geral, encontra importantes obstáculos de ordem prática, dificilmente superáveis sem o recurso a equipas tecnicamente especializadas e conhecedoras do mercado de títulos e a organismos adequados, os quais, propondo soluções inovadoras e verdadeiramente eficazes, tornam possível o investimento colectivo em valores mobiliários.

¹⁹ *Op. cit.*, p. 15.

2.3. O recurso a organismos colectivos de gestão mobiliária - a função económico-institucional dos fundos de investimento

A origem e o desenvolvimento da aplicação colectiva das poupanças individuais em organismos financeiros, ou seja, o investimento colectivo indirecto, derivam, como vimos, da complexa realidade económico-jurídica das diversas exigências, quer das empresas produtivas quer dos investidores.

As exigências das empresas traduzem-se, como ficou dito atrás, na necessidade de criar ou manter incentivos ao aforro privado e estabelecer processos de o canalizar para o financiamento das actividades do mercado.

Por seu turno, os pequenos e médios aforradores privados desejam obter para a sua poupança colocações vantajosas e seguras, mas não possuem preparação para tal. Nesse sentido, e dada a complexidade dos mecanismos financeiros, torna-se cada vez mais indispensável entregar a especialistas essa tarefa que sem eles se faria menos bem, se não realizaria, ou se efectuaria, mas de modo mais oneroso²⁰.

A aplicação e gestão colectivas das poupanças vieram, pois, solucionar este problema, porquanto oferecem ao investidor exactamente as condições de que ele necessita. Muitos pequenos e médios detentores de aforro unem os seus capitais e confiam-nos

²⁰ A propósito, E. VALSECCHI salienta que «é necessário oferecer ao pequeno e médio investidor a possibilidade de realizar investimentos em valores mobiliários, valendo-se da intermediação de um gestor que supra, com a sua competência e a sua organização, a incompetência do aforrador e os incómodos que o investimento e a respectiva administração lhe impõem (*L'Investment Trust Svizzero*, "Rivista della Società", Milão, Giuffrè Ed., I, 1956, p. 380).

para aplicação e administração a terceiros, especializados nesses domínios. Deste modo, obtêm uma diversificação e significativa redução dos riscos e conseguem uma prestação de serviços cujo custo, repartido por todos, se torna insignificante. A forma institucional em que se concretizou esta ideia foi o fundo de investimento - *investment trust*, na sua expressão original - que, por um lado, constitui a melhor alternativa ao investimento individual directo e, por outro, surge como um importante intermediário entre as empresas e os detentores da poupança²¹.. Os fundos de investimento, satisfazendo com as suas características esta dupla necessidade, desempenham um papel de

²¹ A expressão *investment trusts* respeita, em rigor, somente aos organismos que foram criados nos países da *common law* e que foram, portanto, estruturados segundo o instituto do *trust*, de onde receberam a sua originária denominação. Estes organismos designam-se de *investment trusts*, influenciados pela sua ampla difusão nos países anglo-americanos, onde o fenómeno teve origem e conheceu um desenvolvimento notável (sobretudo depois da I Grande Guerra), sendo nessa altura poucas as legislações europeias que os disciplinavam nos seus sistemas jurídicos. Mas essa designação entrou no uso corrente como categoria geral, mesmo nos países cujos ordenamentos jurídicos não contemplam a noção do *trust*, compreendendo também os organismos de investimento colectivo que pouco ou nada têm a ver com a figura do *trust* (pelo menos no aspecto estrutural). Nos sistemas jurídico-económicos dos diferentes países, e até dentro do mesmo ordenamento jurídico, frequentemente encontram-se exemplos de combinações diferentes dos tipos estruturais e de organização. Não é pois de estranhar a imprecisão terminológica que reina neste domínio e as dificuldades em se apreender totalmente as realidades subjacentes. Hoje deparamos com as mais variadas denominações que, com mais ou menos rigor, e consoante a legislação do país de onde emanam, se reconduzem afinal ao conceito de *investment trust*, entendido no seu sentido mais lato, isto é, englobando quer o tipo societário (as sociedades de investimento) quer o tipo contratual (os fundos de investimento). Assim, citamos, meramente a título de exemplo, as seguintes designações: *investment trust (strito sensu)* e *unit trust*, na Grã-Bretanha, *investment company* e *mutual fund*, nos Estados Unidos da América, *société d'investissement* (de capital fixo ou variável) e *fond commun de placement*, nos países francófonos, *kapitalangesellschaften* e *investment-gesellschaften*, na Alemanha, *società di investimento* (de capital fixo ou variável) e *fondi comuni di investimento*, em Itália, *sociedades de inversión* (de capital fixo ou variável) e *fondos de inversión*, na Espanha. Quanto a nós preferimos a designação de sociedades de investimento e fundos de investimento em conformidade com a opção da lei portuguesa.

grande relevo no funcionamento e no desenvolvimento da economia em geral²².

Conclusão

Os fundos de investimento são instituições canalizadoras de pequenas e médias poupanças para a sua aplicação em valores mobiliários; a sua função consiste em dividir os riscos e oferecer uma gestão técnica qualificada ao aforrador individual interessado na aplicação em títulos, o qual não poderia, de outro modo, aspirar a esses dois objectivos no seu investimento. Na verdade, a aquisição do certificado de participação (o documento onde vêm incorporados os direitos e os deveres dos participantes nos fundos de investimento) constitui uma forma de os investidores participarem no mercado de capitais através de intermediários financeiros especializados.

Este tipo de investimento é tanto mais atractivo quanto é certo que as aplicações directas em acções surgem ainda como contendo um elevado grau de risco, pelo que os investidores continuam a preferir diversificar as suas aplicações em carteiras com grande percentagem de liquidez. Por isso se explica a sua existência e rápida expansão nos últimos anos, não só nos países

²² Segundo ILÍDIO BARRETO, «a influência dos Fundos de Investimento na economia é exercida quer de forma directa quer através da sua intervenção no mercado, e traduz-se pela importância que os mesmos possuem na determinação do tipo de estrutura de financiamento da economia e do nível de composição da poupança dos particulares e empresas» (*Impacte da Legislação Fiscal na Gestão dos Fundos de Investimento Mobiliário*, "Fisco", Lisboa, n°20/21, Mai-Jun, 1990, p.73).

em vias de desenvolvimento, mas também nos países altamente industrializados.

Porto e Universidade Portucalense Infante D. Henrique, julho de 1999