



Fundo de Capital de Risco - contrato de administração e alteração das circunstâncias

O caso “Alguns investidores profissionais vs. X Investments, S.A., e X - Fundo de Capital de Risco”

Maria João Romão Carreiro Vaz Tomé¹

Em 2014, foi-nos solicitado um estudo por uma sociedade de capital de risco (doravante X Investments – SCR) e por um fundo de capital de risco (doravante X – FCR), gerido pela primeira, sobre a qualificação dos contratos celebrados entre aquela sociedade e os titulares das unidades de participação no referido fundo de capital de risco. A essa luz se poderá esclarecer a natureza das obrigações da X Investments - SCR perante os participantes no X - FCR e os poderes da primeira perante o mesmo fundo. Colocava-se igualmente a questão de saber se o impacto da crise económico-financeira do Verão de 2007, a crise da dívida soberana, a adoção de um novo quadro regulatório do capital ao abrigo do Acordo de Basileia III e a ajuda pública à Banca Espanhola consubstanciavam uma alteração anormal das circunstâncias suscetível de desencadear os efeitos previstos no art. 437.º do Cód. Civil. Por último, surgia o problema da resolução *ope legis* dos contratos

¹ Neste texto de homenagem ao insigne Professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos não posso deixar de evocar a sua generosidade e amizade que ficaram de exemplo e inspiração. Procedi apenas à atualização legislativa do texto (elaborado em 2014), mantendo, em geral, tudo o mais.



celebrados entre aqueles investidores e a X Investments -SCR e das suas consequências indemnizatórias.

A análise a que então procedemos pode ser generalizada para além do objetivo que inicialmente a motivou, designadamente para o cenário pós-pandémico em que nos encontramos, negativamente afetado pela atual crise económica, energética e, provavelmente, também financeira.

1. Enquadramento

1.1. Breve nota histórica a propósito do investimento em capital de risco

O investimento em capital de risco encontra a sua origem no séc. XV, justamente no financiamento das expedições marítimas por particulares que acalentavam a expectativa da obtenção de lucros daí decorrentes e assumiam o risco de perda do investimento.

Período relevante para o seu desenvolvimento foi o séc. XVIII, na Inglaterra. Como efeito da Revolução Industrial e do ambiente propício aos investimentos em projetos fabris emergentes com elevado potencial de rentabilidade, mercadores, armadores e industriais de tecelagem procuravam apoio financeiro temporário para os seus investimentos junto de indivíduos abastados.

Também atualmente investidores individuais - os *business angels* - se encontram na indústria do capital de risco.

Esta modalidade de financiamento extra-bancário foi-se



desenvolvendo informalmente até alcançar o estatuto de indústria nas décadas de 70-80 do séc. XX, tendo as primeiras operações de investimento em capital de risco, tal como as conhecemos, ocorrido nos anos 40, nos Estados Unidos da América. Com efeito, em 1946, constituiu-se a primeira sociedade de capital de risco, a *American Research and Development Corporation*.

1.2. O capital de risco em Portugal

Segundo a Associação Portuguesa de Capital de Risco (APCR), “[o] *Capital de Risco pode ser definido como uma forma de investimento empresarial, com o objetivo de financiar empresas, apoiando o seu desenvolvimento e crescimento constituindo uma das principais fontes de financiamento para jovens empresas, ‘startups’ e investimentos de risco com elevado potencial de rentabilização, dado que proporciona às empresas meios financeiros estáveis para a gestão dos seus planos de desenvolvimento*”.

O investimento em capital de risco foi introduzido no nosso ordenamento jurídico em 1986, atendendo à necessidade de encontrar formas de financiamento alternativas e complementares do crédito bancário, necessidade essa agravada pelo aparecimento de novas atividades na área dos serviços e indústrias de ponta, assim como pela crescente importância das PME's no tecido empresarial e pela carência de recursos próprios por parte de algumas empresas que manifestavam grandes potencialidades de desenvolvimento. Assim, o DL n.º 17/86, de 5 de fevereiro, introduziu a figura das sociedades de capital de risco e o DL n.º 427/86, de 29 de dezembro, em cumprimento do art. 9.º daquele



diploma, estabeleceu que as sociedades de capital de risco podem constituir e gerir os assim denominados "*fundos consignados*". O primeiro diploma foi revogado pelo DL n.º 433/91, de 7 de novembro, e o segundo pelo DL n.º 187/91, de 17 de maio, que criou "*um novo tipo de investimento mobiliário: os fundos de investimento de capital de risco*" e que foi, por seu turno, revogado pelo DL n.º 58/99, de 2 de março. Tanto o DL n.º 433/91 como DL n.º 58/99 foram revogados pelo DL n.º 319/2002, de 28 de dezembro, que, entre outras coisas, reforçou os poderes das entidades gestoras de fundos de capital de risco. Ulteriormente, o investimento em capital de risco foi regulado pelo DL n.º 375/2007, de 8 de novembro, que flexibilizou, simplificou e, conseqüentemente, promoveu o incremento da respetiva atividade e que, mais tarde, foi revogado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março.

Os fundos de capital de risco são organismos de investimento coletivo sujeitos a legislação especial (art. 1.º, n.ºs 1 e 2, da Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, na sequência, aliás, do DL n.º 63-A/2013, de 10 de maio), que consagra uma disciplina nova ou diferente para estas entidades. Assim, a Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, poderá desempenhar o papel de direito subsidiário². As normas especiais prevalecem sobre as normas gerais (*lex specialis derogat legi generalis*: art. 7.º, n.º 3, do Cód. Civil).

No caso em apreço, temos um fundo de capital de risco (X - FCR) gerido por uma sociedade de capital de risco (X Investments - SCR) (art. 1.º, als a) e b), da Lei n.º 18/2015), cujos participantes são investidores profissionais (qualificados ou institucionais).

² Não há consenso, todavia, a este respeito.



1.3. O investimento em capital de risco

Consubstanciando-se numa de várias modalidades de financiamento da economia, "*considera-se investimento em capital de risco a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização*" (art. 3.º, n.º 1, da Lei n.º 18/2015). O sucesso do investimento em capital de risco depende do êxito do negócio da empresa participada. O retorno do investimento advirá, necessariamente, da valorização dessa empresa.

O capital de risco distingue-se da principal fonte de financiamento da economia portuguesa - o crédito bancário -, desde logo, no que que respeita ao seu modo de remuneração. Enquanto no financiamento de capital alheio a remuneração se encontra previamente estabelecida, não estando em geral associada - ao menos diretamente - à evolução da empresa, a rentabilidade do investimento em capital de risco está intimamente ligada à *performance* da empresa participada. O investidor em capital de risco - por via de regra, através de um organismo de investimento coletivo em capital de risco - como que se torna "sócio" da empresa participada, assumindo, mediante a intervenção da sociedade gestora e exclusivamente através desta, um interesse direto no seu crescimento e valorização, permitindo àquela, para o efeito, beneficiar da experiência, gestão profissional e rede de contactos da última. A este benefício para a empresa participada associa-se ainda a credibilidade que a participação de um fundo de capital de risco imprime à empresa *target*.



Tratando-se de um investimento de capital, incorpora naturalmente um risco superior ao dos instrumentos de dívida em virtude da *senioridade* do passivo perante o capital. Por isso, os investidores procuram empresas com elevado potencial de desenvolvimento e valorização, de modo que a rentabilidade esperada seja suscetível de compensar o risco incorrido.

Enquanto atividade relativamente recente, a definição e características do capital de risco encontram-se substancialmente influenciadas pela sua origem anglo-saxónica.

Nos EUA, distingue-se entre duas modalidades de investimento de capital de risco: de um lado, o *private equity* e, de outro, o *venture capital*. Na Europa, todavia, a expressão capital de risco abrange as duas modalidades de investimento: o *private equity* e o *venture capital*.

A análise do financiamento das PME's afigura-se de relevante interesse num contexto económico e financeiro adverso, designadamente como aquele que resultou de duas crises consecutivas, a do *subprime* e a da dívida soberana dos países da Zona Euro. Na verdade, os períodos de crise são normalmente caracterizados pela implementação de políticas restritivas no setor bancário que se traduzem num acréscimo de dificuldades na obtenção de financiamento por parte das PME's. Estando a economia cada vez mais dependente das PME's, a necessidade de encontrar soluções para o seu financiamento é premente. *Ex abundantia*, leve-se em linha de conta que o *credit crunch* representa um problema para a economia real. Em épocas de crise, as PME's confrontam-se com dificuldades acrescidas no acesso ao crédito bancário. Os bancos, porém, financiam-nas mediatamente através



da participação em fundos de capital de risco. Na verdade, preferem, em geral, ter como contrapartes sociedades de capital de risco em lugar de sociedades comerciais que se dediquem ao exercício de PMEs, pois conhecem as competências técnicas e profissionais, assim como os resultados já obtidos em projetos anteriores pelas primeiras. Estão também informados do *know-how* carreado pela sociedade gestora para as PMEs em que decide participar, assim como dos critérios de racionalidade empresarial com que gere os negócios destas.

O impacto do capital de risco no desenvolvimento económico, como catalisador do empreendedorismo e da inovação, assumindo um papel muito importante nos mercados financeiros mais desenvolvidos, é, ainda, relativamente incipiente na economia portuguesa. Entre nós, o capital de risco esteve quase sempre associado à recuperação de empresas em dificuldade, colmatando as tradicionais dificuldades das PMEs, contrariando a filosofia que esteve na base deste instrumento. Existem, todavia, sinais de mudança.

Em termos gerais, a atividade institucional de investimento em capital de risco é desenvolvida, *grosso modo*, em três fases. Desde logo, a recolha de capital junto dos investidores, mediante a subscrição de unidades de participação em organismos de investimento coletivo de capital de risco: *raising*. Depois, o investimento, em que sociedade gestora aplica o capital recolhido em empresas selecionadas no âmbito do assim denominado *deal flow*. A sociedade gestora realiza os investimentos em conformidade com o regulamento de gestão e constitui a carteira ou *portfolio* de investimentos do fundo. Para o efeito, tem o poder de exigir dos participantes o *committed capital*. Por último, o



desinvestimento e a distribuição de resultados - líquidos das comissões - aos investidores: *exit*.

2. A qualificação dos contratos celebrados entre os participantes e a sociedade gestora

2.1. Os contratos celebrados entre os participantes e a sociedade gestora enquanto contratos de administração e de investimento³

Os contratos celebrados entre a sociedade gestora e os participantes são contratos de administração e pertencem ao *genus* mais amplo dos contratos de investimento. A estes contratos subjaz uma relação de fidúcia.

A sociedade gestora, mediante remuneração, obriga-se a efetuar investimento em capital de risco por conta e no interesse exclusivo dos participantes de acordo com a lei e o regulamento de gestão.

Através desta administração visa-se, certamente, a obtenção de uma rendibilidade do capital e é a sua devolução, com os respetivos frutos, que se pretende. Com estes contratos tem-se em vista a

³ Cf. MARIA JOÃO VAZ TOMÉ, *Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, Almedina, Coimbra, 1997; *Fundos de investimento mobiliário abertos - aspectos financeiros e civis*, in Estudos em Homenagem ao Banco de Portugal, 150^o Aniversário (1846-1996), Banco de Portugal, Lisboa, 1998; *Notas sobre os aspectos financeiros e civis dos fundos de investimento mobiliário abertos*, in Direito dos Valores Mobiliários, volume I, Coimbra Editora, Coimbra, 1999; *Alguns aspectos dos fundos comuns de investimento mobiliário abertos*, Jornadas “Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira”, Almedina, Coimbra, 2007.



obtenção de um retorno para o capital a esse fim destinado. Estamos perante contratos de prestação de serviço, que envolvem a prática de uma diversidade de atos, nomeadamente de investimento e de desinvestimento, por conta dos titulares das unidades de participação. Aos serviços contratados está associada uma onerosidade própria.

Não são, pois, meros contratos de mandato. Desde logo, considerá-los como meros contratos de mandato seria suscetível de conduzir a uma inversão conceitual entre causa e efeito, na medida em que a causa do mandato se consubstancia no cumprimento de atos jurídicos, podendo este cumprimento ser o efeito mas não a causa dos contratos celebrados entre a sociedade gestora e os participantes. Depois, conforme o art. 1161.º, n.º 1, al. a), do Cód. Civil, o mandatário age de acordo com as indicações e instruções do mandante quer quanto ao objeto, quer quanto à execução. Muito diversamente, aos participantes em organismos de investimento coletivo encontra-se vedado o poder de dar instruções à sociedade gestora.

Atendendo à configuração dos poderes e das obrigações da sociedade gestora e à posição de total passividade dos participantes na gestão do fundo, os contratos celebrados entre a sociedade gestora e os participantes devem assim ser vistos como contratos de administração e de investimento. Os participantes não têm qualquer poder de gestão, não têm qualquer poder na condução dos negócios. Este modelo organizativo é inderrogável, não podendo o regulamento de gestão confiar à generalidade ou à maioria dos participantes poderes de gestão. Muito menos poderão os participantes pretender participar na gestão destes organismos. Trata-se de poderes indisponíveis da sociedade gestora em virtude



da exigência de uma gestão inspirada na experiência e competência técnica. De outro modo, não seria possível levar a cabo uma administração eficiente e bem-sucedida dos organismos de investimento coletivo. Está igualmente em causa a própria tutela dos investidores (*vide, inter alia*, arts. 17.º, n.º 1, e 20.º, da Lei n.º 18/2015; arts. 66.º e 159.º da Lei n.º 16/2015).

Passando da questão da qualificação para aquela de regime, de acordo com o art. 1156.º do Cód. Civil, *"as disposições do mandato são extensivas, com as necessárias adaptações, às modalidades do contrato de prestação de serviço que a lei não regule especialmente"*.

Refira-se, neste contexto, que da celebração deste tipo de contratos resulta uma ampla dissociação entre a propriedade (dos titulares das unidades de participação) e o controlo (da sociedade gestora) da riqueza, entre a titularidade e a legitimação. Com efeito, a propriedade dos participantes (de acordo com o art. 15.º, n.º 1, da Lei n.º 18/2015, *"Os fundos de capital de risco são patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, mas dotados de personalidade judiciária, pertencentes ao conjunto dos titulares das respetivas unidades de participação"*) encontra-se despojada de qualquer faculdade de gestão. Muito diversamente, o controlo é totalmente atribuído à sociedade gestora que não é, legalmente, considerada proprietária dos fundos.

O regulamento de gestão, elaborado pela sociedade gestora, integra o contrato de administração (art. 19.º, n.º 1, da Lei n.º 18/2015) como, de resto, sucede no âmbito dos demais organismos de investimento coletivo.

Apesar de o contrato de administração ser celebrado entre a



sociedade gestora e cada um dos investidores, esta apenas pode cumprir aqueles contratos mediante a realização de uma prestação de carácter supraindividual. A sociedade gestora não administra individual e isoladamente cada uma das contribuições pecuniárias dos investidores, mas antes o património globalmente único daí resultante. Assim, característica dos organismos de investimento coletivo é a gestão coletiva dos capitais individualmente entregues pelos investidores. A sociedade gestora assume perante os participantes, não o dever de administrar individualmente uma pluralidade de patrimónios separados, mas antes o dever de realizar o programa de investimentos plasmado no regulamento de gestão, administrando unitariamente um único património geralmente de relevante dimensão. As unidades de participação, por seu turno, não identificam uma determinada contribuição patrimonial, porquanto atribuem ao seu titular o direito de crédito a uma quantia pecuniária igual ao correspondente valor fracionário do valor do fundo. Aquele património autónomo, onde se fundem as contribuições individuais dos diversos investidores, atinge, muito frequentemente, dimensões consideráveis e, por isso, mediante o cumprimento da política de investimentos prevista no regulamento de gestão por parte da sociedade gestora, permite, via de regra, a obtenção de relevantes vantagens. Deste modo, a sociedade gestora cumpre todos os deveres contratualmente contraídos com cada um dos investidores. As contribuições dos diversos participantes são, pois, geridas conjuntamente, sendo os resultados individuais de cada um deles estabelecidos em função dos resultados coletivos mediante a aplicação de fórmulas jurídicas distintas daquelas do contrato de sociedade. Daí que os organismos de investimento coletivo sejam configurados como patrimónios autónomos pertencentes a uma pluralidade de investidores. Existe



uma conexão estreita entre função e estrutura, no sentido de que aquela apenas pode ser prosseguida através desta e de que a última não pode ser utilizada para escopos diversos daqueles típicos do investimento coletivo.

De particular relevância para a consulta foi o carácter indivisível da obrigação da sociedade gestora. Com efeito, a obrigação de administrar assumida pela sociedade gestora perante os participantes é indivisível porquanto, em virtude da sua própria natureza, apesar da pluralidade de credores, a prestação devida não comporta fracionamento e não é suscetível de cumprimento parcial. Não é passível de ser decomposta em várias prestações parciais homogêneas e de conteúdo qualitativo idêntico ao originário, não pode ser repartida em várias prestações parciais de conteúdo igual sem alteração da sua essência ou redução do seu valor. Os atos em que a prestação poderia ser decomposta não equivalem, proporcional e homogeneamente, ao todo.

Assim se explica também que, em geral, a sociedade gestora de um organismo de investimento coletivo não seja devedora dos capitais recebidos dos participantes, mas sim dos resultados e da distribuição do *quod extat* no termo da administração do organismo de investimento coletivo.

2.2. Os contratos celebrados entre os participantes e a sociedade gestora enquanto contratos de resultado aleatório

Trata-se de contratos de investimento e, por isso, de contratos de álea, ou seja, de risco bilateral (probabilidade de uma vantagem com a inerente probabilidade de uma perda), com um resultado



potencial positivo ou negativo (*chance de gain e ou de perte*)⁴. Incorporam o risco do futuro. Os participantes celebram os contratos de administração sem conhecerem os resultados almejados com a administração da sociedade gestora, sem saberem se ganham (se obtêm a rentabilidade auspiciada) ou se perdem (o capital investido); a sociedade gestora, por seu turno, celebra o contrato sem conhecer a totalidade da contraprestação, sem saber se ganhará - e exatamente em que medida - ou não a remuneração variável⁵. Não é o contrato de administração, em si mesmo, que

⁴ Cf. CALVÃO DA SILVA, *Anotação ao Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 12 de Setembro de 2013*, in RLJ, 143, p.366.

⁵ Na verdade, esta incerteza inerente à remuneração variável, por parte da sociedade gestora, mais não é, *cum grano salis*, do que a incerteza assumida pelos participantes quanto à rentabilidade dos investimentos. Com efeito, de acordo com algumas cláusulas normalmente consagradas no regulamento de gestão deste tipo de organismo de investimento coletivo, as unidades de participação de determinada categoria (*v.g.*, da categoria A) só poderão ser subscritas e detidas pela sociedade gestora do fundo e/ou por pessoas jurídicas por esta expressamente autorizadas e terão direito a um rendimento especial correspondente a certo valor percentual (*v.g.*, 20%) do resultado líquido realizado pelo fundo durante toda a sua vida útil, desde que a totalidade das unidades de participação emitidas (*v.g.*, das categorias A e B) apresentem uma taxa interna de rentabilidade anual igual ou superior a dado valor percentual (*v.g.*, a 7%). A remuneração variável traduz-se pois no rendimento especial correspondente à titularidade das unidades de participação subscritas e detidas pela sociedade gestora do fundo e/ou por pessoas jurídicas por esta expressamente autorizadas (*v.g.*, da categoria A). A remuneração da sociedade gestora - a sua estrutura e natureza - constitui um instrumento essencial para o alinhamento de interesses entre a entidade gestora e os investidores. Na verdade, um dos principais problemas que os organismos de investimento coletivo de natureza contratual colocam é o do potencial desalinhamento de interesses entre os investidores e a sociedade



proporciona aos participantes os proventos económicos que pretendem alcançar; esses resultados dependem do (in)sucesso das operações de investimento, e também de desinvestimento, de que a sociedade gestora foi encarregada. As respetivas perdas ou ganhos dependem da evolução dos investimentos e

gestora: os ganhos daqueles, resultando da valorização de um património sobre o qual a sociedade gestora não tem, *qua tale*, qualquer interesse, podem não ser convenientemente prosseguidos pela sociedade gestora. É uma situação típica de problema de agência, que gera os conhecidos custos de agência.

Nos casos de potencial desalinhamento de interesses, a solução do direito das sociedades reside na atribuição aos sócios do poder de substituir os gestores, mediante destituição ou não recondução no cargo. Em muitos organismos de investimento coletivo de natureza contratual, o mecanismo de que os investidores dispõem é o mecanismo da saída, mediante o exercício do direito de resgate das suas unidades de participação. Não tendo o direito de substituir a sociedade gestora ou o poder de influenciar a sua atuação, têm o poder de abandonar o investimento e de extinguir a sua relação com a sociedade gestora.

Na verdade, os participantes remetem para a sociedade gestora os custos e riscos inerentes à gestão, os custos e riscos inerentes à liquidação do património subjacente a essa mesma gestão e, por conseguinte, não têm o direito de extinguir, quando entendam, livremente, o organismo de investimento coletivo.

Adotam-se outros mecanismos suscetíveis de resolver o problema de agência, decorrente do potencial desalinhamento de interesses e de motivações entre os participantes e a sociedade gestora. O mecanismo principal é a remuneração variável enquanto incentivo de desempenho. A sociedade gestora passa a ter um interesse próprio que coincide com o dos participantes, porque o fator que determina o aumento da sua remuneração é o mesmo que determina o aumento da remuneração do investimento dos participantes.



desinvestimentos, a efetuar pela sociedade gestora, que é incerta. Os participantes assumem o risco enquanto possibilidade de evento favorável ou desfavorável, aceitam tanto as consequências positivas como aquelas negativas que podem resultar, para a sua economia, da atividade desenvolvida pela sociedade gestora. Esta álea torna *ab initio* incertas as posições dos contraentes quanto às previsões de ganho ou de perda, de lucro ou de dano.

Esta incerteza é assumida pelas partes no âmbito da regulamentação contratual para a realização de interesses internos dos próprios contratos de administração e investimento. Também nesta medida se poderá dizer tratar-se de contratos de resultado aleatório.

A sociedade gestora desenvolve uma atividade de empresa, mas os resultados dessa atividade - positivos ou negativos - não lhe pertencem, devendo ser atribuídos ao fundo e, definitivamente, destinados aos participantes.

À autonomia das opções de gestão, por parte da sociedade gestora, não corresponde a respetiva assunção do risco relativo à gestão, o qual recai sempre sobre os participantes.

O risco de perda ou de não valorização do capital é suportado na esfera jurídica dos participantes: *res perit domino, casum sentit dominus*. O risco com que arca a sociedade gestora está apenas associado aos danos que, por via da violação de um dever contratual, lhe possam ser imputados, obrigando-a a uma indemnização. Factos alheios à sua esfera de domínio e controlo não conduzem, de acordo com as regras gerais do incumprimento dos contratos, a qualquer obrigação da sociedade gestora.



A sociedade gestora apenas teria de responder pela perda ou não valorização do património administrado se tal se devesse à violação culposa das obrigações por si assumidas. Se a sociedade gestora cumprir pontualmente as suas obrigações contratuais e, ainda assim, se vier a verificar a perda ou a não valorização do património constitutivo do fundo, essa circunstância não lhe poderá ser imputada. O prejuízo daí resultante será suportado na mesma esfera jurídica à qual seria também imputado o incremento patrimonial, se tivesse existido: *ubi commoda ibi incommoda*.

A repartição do risco contratual, tendo em conta a natureza dos contratos em apreço, de resultado aleatório, determina que, em princípio, o pericimento ou a não valorização do património em administração será suportado pelos titulares das unidades de participação no organismo de investimento coletivo.

3. A atividade da sociedade gestora

A sociedade gestora obriga-se a realizar investimentos em conformidade com a lei e o regulamento de gestão e a administrar pericialmente o património constitutivo do fundo (aliás, de acordo com o art. 17.º, n.º 4, da Lei n.º 18/2015, " *A entidade gestora, no exercício das suas funções, atua por conta dos participantes de modo independente e no interesse exclusivo destes, competindo-lhe praticar todos os atos e operações necessários à boa administração do fundo de capital de risco, de acordo com elevados níveis de zelo, honestidade, diligência e de aptidão profissional (...)*". Esta norma é, em geral, reiterada no regulamento de gestão do organismo de



investimento coletivo). O serviço fundamental da sociedade gestora consiste na seleção, de acordo com a sua competência técnica, dos investimentos e na sua realização. Exerce uma gestão profissional, a qual pressupõe, necessariamente, autonomia. Deve efetuar as operações de investimento e de desinvestimento que considere oportunas em ordem à realização dos objetivos convencionalmente estabelecidos com os participantes. Não se obriga contratualmente a cumprir determinado ato isolado, nem tão pouco uma pluralidade de atos individualmente considerados. Objeto da sua obrigação é antes o cumprimento de uma série de atos dotada de relevância unitária. Está em causa uma atividade e cada ato surge como destinado, direta ou indiretamente, à prossecução de um determinado escopo no interesse dos participantes. Estas operações conferem conteúdo à atividade de gestão da sociedade e esta é remunerada por essa atividade e não pela prática de atos isolados.

Sobre a sociedade gestora recai uma obrigação de meios e não de resultado. Aquela não assegura aos participantes que o cumprimento da obrigação que assume envolva a produção do efeito a que tende a prestação, não tendo assim lugar uma plena coincidência entre a realização da prestação devida e a cabal satisfação do interesse do credor. A obrigação de gestão assumida pela sociedade gestora considera-se cumprida quando esta tenha atuado diligentemente de modo a alcançar o resultado, quando tenha empregado um certo esforço em vista da realização do interesse dos participantes, e não quando haja efetivamente obtido tal resultado. Ao mesmo tempo que realiza o cumprimento devido, o cumprimento da prestação pode ou não assegurar a satisfação do interesse dos credores conforme alcance ou não o resultado final



visado pelos participantes.

3.1. A gestão por conta e no interesse exclusivo dos participantes

De acordo com o art. 17.º, n.º 4, da Lei n.º 18/2015⁶, "*A entidade gestora, no exercício das suas funções, atua por conta dos participantes de modo independente e no interesse exclusivo destes, competindo-lhe praticar todos os atos e operações necessários à boa administração do fundo de capital de risco, de acordo com elevados níveis de zelo, honestidade, diligência e de aptidão profissional, designadamente: c) Selecionar os ativos que devem integrar o património do fundo de capital de risco de acordo com a política de investimentos constante do respetivo regulamento de gestão e praticar os atos necessários à boa execução dessa estratégia; d) Adquirir e alienar os ativos para o fundo de capital de risco, exercer os respetivos direitos e assegurar o pontual cumprimento das suas obrigações; e) Gerir, alienar ou onerar os bens que integram o património do fundo de capital de risco; k) Prestar aos participantes, nomeadamente, nas respetivas assembleias, informações completas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e lícitas acerca dos assuntos sujeitos à apreciação ou deliberação destes, que lhes permitam formar opinião fundamentada sobre esses assuntos.*" Em geral, resulta igualmente do regulamento de gestão do organismo de investimento coletivo que a sociedade gestora atua por conta dos participantes e no interesse exclusivo destes.

⁶ De resto, os mesmos princípios encontram-se consagrados nos arts. 15.º, 73.º e 74.º da Lei n.º 16/2015.



Segundo o art. 18.º, n.º 1, da Lei n.º 18/2015, " *As entidades gestoras de fundos de capital de risco devem exercer a sua atividade no sentido da proteção dos legítimos interesses dos titulares de unidades de participação de fundos de capital de risco por si geridos e conferir-lhes um tratamento justo e equitativo* "

Em conformidade com o art. 19.º, do mesmo diploma, " 1 - *Cada fundo de capital de risco dispõe de um regulamento de gestão, elaborado pela respetiva entidade gestora, do qual constam as normas contratuais que regem o seu funcionamento.* 2 - *A subscrição ou a aquisição de unidades de participação do fundo de capital de risco implica a sujeição ao respetivo regulamento de gestão.* 3 - *O regulamento de gestão contém, pelo menos, os seguintes elementos: h) Condições em que o fundo de capital de risco pode proceder a aumentos e reduções do capital; p) Política de investimento do fundo de capital de risco; u) Indicação das remunerações a pagar à entidade gestora e aos depositários, com discriminação dos respetivos modos de cálculo e condições de cobrança, bem como de outros encargos suportados pelo fundo de capital de risco; (...)*".

A sociedade gestora administra o fundo por conta e no interesse exclusivo dos participantes. Este princípio, legalmente consagrado, resultava já da *ratio* subjacente ao instituto dos organismos de investimento coletivo, na medida em que constitui uma das razões determinantes da preferência dos investidores por unidades de participação em detrimento de outras modalidades de investimento. A posição de gestor de bens alheios legalmente atribuída à sociedade gestora encontra respaldo na disciplina dos organismos de investimento coletivo em geral e, por conseguinte, dos organismos de investimento de capital de risco, que são



organismos de investimento coletivo alternativo fechados (art. 3.º, n.º 2, da Lei n.º 18/2015).

O interesse dos participantes - que é a devolução do capital investido juntamente com os respetivos frutos - constitui o critério de valoração da atividade de gestão, que apenas pode ser considerada como adequadamente desenvolvida quando se revele idónea para o realizar. Esse interesse traduz o critério de determinação da conduta devida pela sociedade gestora, havendo cumprimento quando a atividade prestada pela sociedade gestora seja idónea para a satisfação desse mesmo interesse. O interesse dos participantes é, pois, objeto de tutela por parte do ordenamento jurídico. Assim, a eliminação de todos os riscos alheios àqueles que, segundo a lógica económica, devem ser os únicos a recair sobre os investidores, exige que a sociedade gestora aja de acordo com critérios de experiência e competência técnica e que os serviços por ela prestados não visem, nas circunstâncias concretas, interesses diversos daqueles dos participantes (da coletividade dos participantes).

Pode dizer-se que a sociedade gestora age no interesse dos participantes quando adota a conduta idónea a permitir-lhes alcançar os resultados visados aquando da celebração do contrato de investimento (que é também composto pelo regulamento de gestão).

A sociedade gestora não pode encarregar-se de interesses diversos daqueles diretamente reconduzíveis à administração correta das disponibilidades que lhe são confiadas. Tal alienidade releva não só perante os interesses de natureza privada, mas também perante os objetivos a que foi atribuída a natureza de



interesse geral.

Na verdade, os atos ou negócios da sociedade gestora apresentam a particularidade de serem praticados por quem não é titular dos interesses em causa, nem, em última análise, destinatário dos respetivos efeitos. O contrato de administração como que apresenta carácter instrumental como meio que é para a realização dos objetivos económicos que aqueles atos ou negócios prosseguem. Está em causa a realização de investimentos por conta alheia.

O regulamento de gestão estabelece as características do fundo, disciplina o seu funcionamento e regula as relações entre a sociedade gestora, os participantes e o depositário. O legislador indicou o conteúdo mínimo desse regulamento (art. 19.º, n.º 3, da Lei n.º 18/2015). A referência obrigatória ao regulamento de gestão responde à necessidade de o investidor conhecer os critérios de administração do seu capital, assim como àquela de reduzir, na medida do possível, a álea de uma gestão que incide sobre interesses de terceiros que não participam nas deliberações da própria gestão. Entre as matérias deixadas à autonomia da sociedade gestora estão os critérios da seleção dos investimentos.

3.2. A não inclusão, pela sociedade gestora, da questão da redução do capital do fundo na ordem de trabalhos de determinada Assembleia de Participantes

De acordo com o art. 40.º (*Redução de capital*) da Lei n.º 18/2015, “1 - O capital do fundo de capital de risco pode ser reduzido para libertar excesso de capital, para cobertura de perdas



ou para anular unidades de participação em conformidade com o previsto no n.º 2 do artigo 30.º. 2 - Exceto no caso previsto no n.º 2 do artigo 30.º, que se processa por extinção total das unidades de participação, a redução de capital pode processar-se por reagrupamento de unidades de participação ou por extinção, total ou parcial, de todas ou de algumas delas. 3 - As reduções de capital do fundo de capital de risco cujas condições não decorram diretamente da lei e que não se encontrem previstas no respetivo regulamento de gestão dependem de deliberação da assembleia de participantes tomada, sob proposta da entidade gestora, por maioria dos votos emitidos, exceto se outra maioria for imposta pelo regulamento de gestão”.

Interpretar consiste em retirar do texto um determinado sentido ou conteúdo de pensamento: o verdadeiro sentido e alcance da lei⁷. Interpretar em matéria de leis quer dizer, não só descobrir o sentido que está por detrás da expressão, como também, de entre as várias significações que estão cobertas pela expressão, eleger a verdadeira e decisiva⁸. O elemento gramatical (letra da lei) e o elemento lógico (espírito da lei) têm sempre que ser utilizados conjuntamente. Não pode haver uma modalidade de interpretação gramatical e uma outra lógica, pois que o enunciado linguístico, que é a letra da lei, é apenas um significante, portador de um sentido (espírito) para que

⁷ Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 1994, p.175.

⁸ Cf. MANUEL DE ANDRADE, *Ensaio sobre a Teoria da Interpretação das Leis*, Arménio Amado - Editor, Sucessor, Coimbra, 1978, p.21-26; JOÃO DE MATOS ANTUNES VARELA/FERNANDO ANDRADE PIRES DE LIMA, *Noções Fundamentais de Direito Civil*, vol. II, Coimbra, p.130.



nos remete⁹.

A) O elemento gramatical

O texto constitui o ponto de partida da interpretação (art. 9.º, n.º 1, e n.º 2, do Cód. Civil). Como tal, cabe-lhe uma função negativa, que se traduz em eliminar aqueles sentidos que não tenham qualquer ressonância nas palavras da lei, e uma função positiva. Assim, se o texto comporta apenas um sentido, é esse o sentido da norma. Depois, se a norma comporta mais do que um significado, então a função positiva do texto consiste em dar mais forte apoio a um dos sentidos possíveis. O intérprete deve, em princípio, optar por aquele sentido que melhor e mais imediatamente corresponde ao significado natural das expressões verbais utilizadas, designadamente, ao seu significado técnico-jurídico, no pressuposto de que o legislador soube exprimir com correção o seu pensamento (art. 9.º, n.º 3, do Cód. Civil).

Ora, conforme o art. 40.º, n.º 3, da Lei n.º 18/2015, "*As reduções de capital do fundo de capital de risco cujas condições não decorram diretamente da lei e que não se encontrem previstas no respetivo regulamento de gestão dependem de deliberação da assembleia de participantes tomada, sob proposta da entidade gestora, por maioria dos votos emitidos, exceto se outra maioria for imposta pelo regulamento de gestão.*"

Da letra da lei resulta que compete à sociedade gestora, com

⁹ Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 1994, p.181-182.



base na sua autonomia, de acordo com o seu juízo de oportunidade e com a sua *expertise* a propósito da (des)necessidade de libertar excesso de capital ou de cobrir perdas, formular ou não uma proposta de redução do capital do fundo que seja objeto de deliberação dos participantes. É agindo dessa forma que cumpre o seu dever de atuação no exclusivo interesse (da coletividade) dos participantes, que se encontra objetivado no regulamento de gestão e que ela concretiza, definindo-o perante as circunstâncias concretas em que se encontrar.

Se assim não fosse, certamente que o legislador se teria expressado de outro modo¹⁰, aproximando então o modo de funcionamento de uma assembleia de participantes num fundo de capital de risco porventura de uma assembleia geral de uma sociedade anónima, esbatendo a fronteira entre os organismos de investimento coletivo e as sociedades anónimas, duas entidades totalmente distintas do direito organizacional. É que os organismos de investimento coletivo não têm organização societária, são administrados "externamente".

¹⁰ Como, por exemplo, no art. 378.º, n.º 1, do CSC ("*O accionista ou accionistas que satisfaçam as condições exigidas pelo artigo 375.º, n.º 2, podem requerer que na ordem do dia de uma assembleia-geral já convocada ou a convocar sejam incluídos determinados assuntos.*") ou no art. 18.º, n.º 1, do revogado DL.º 58/99, de 2 de março ("*A assembleia de participantes é constituída por todos os participantes do fundo e reunirá sempre que convocada pelo respectivo presidente, a requerimento da sociedade gestora ou de um conjunto de participantes que detenham um mínimo de 5% de unidades de participação.*").



B) O elemento racional ou teleológico

Este elemento da interpretação da lei (art. 9.º, n.º 1, do Cód. Civil) consiste na razão de ser da lei (*ratio legis*), no fim visado pelo legislador ao elaborar a norma. O conhecimento deste objetivo constitui um auxílio da maior relevância para determinar o sentido com que a norma deve valer. O esclarecimento da *ratio legis* revela a "valoração" ou ponderação dos diversos interesses em jogo que a norma regula e, por conseguinte, o peso relativo dos mesmos interesses, a preferência de um deles em detrimento do outro traduzida na solução consagrada na norma. Acresce que, na descoberta daquela "racionalidade" inspiradora do legislador na fixação de determinado regime jurídico, permite ao intérprete apoderar-se de um ponto de referência que simultaneamente o habilita a definir o exato alcance da norma e a discriminar outras situações típicas com o mesmo ou com diferente recorte¹¹.

O facto de nos fundos de capital de risco a redução do capital apenas poder ser objeto de deliberação dos participantes por proposta da sociedade gestora prende-se com as especificidades inerentes a este tipo de organismos de investimento coletivo, decorrentes do seu objeto: o capital de risco. O sucesso de uma sociedade gestora de um fundo de capital de risco depende, em grande medida, da sua aptidão para efetuar investimentos *value accretive*, o que pressupõe uma grande autonomia.

De resto, nos termos do art. 17.º, n.º 4, da Lei n.º 18/2105, "A entidade gestora, no exercício das suas funções, atua por conta dos

¹¹ Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 1994, p.183.



participantes de modo independente e no interesse exclusivo destes (...)”. O regulamento de gestão dos organismos de investimento coletivo estabelece também, muito frequentemente, que a gestão do fundo é independente e atua de forma a permitir a adoção de decisões de gestão independentes, em particular sem a influência de participantes ou de quaisquer terceiros que não se encontrem integrados na estrutura como consultor, sub-gestor, perito, etc.. É que da qualificação dos fundos de capital de risco como instituições ou organismos de investimento coletivo decorre a necessidade de observância do princípio da igualdade de tratamento dos participantes por parte da sociedade gestora traduzido, de algum modo, no *“tratamento justo e equitativo”* mencionado no art. 18.ª, n.º 1 da Lei n.º 18/2015.

Na ausência de uma proposta da sociedade gestora, os participantes não podem em comum deliberar sobre a redução do capital do fundo. A proposta da sociedade gestora como que se traduz num pressuposto constitutivo dessa mesma deliberação. A autonomia da sociedade gestora é reforçada neste tipo de organismos de investimento coletivo. Esta estrutura "autoritária" legalmente estabelecida visa corresponder à exigência de uma eficiente gestão técnica dos fundos em benefício da coletividade dos participantes. Justamente por se reger por critérios de uma gestão sã e prudente, pelos mais elevados critérios de racionalidade empresarial, é à sociedade gestora que compete decidir sobre o momento adequado para ponderar uma eventual redução do capital. Essa autonomia é, naturalmente, estabelecida no interesse dos participantes.

É, de resto, mais um caso de clara cisão entre titularidade (dos participantes) e legitimação (da sociedade gestora).



C) O elemento sistemático

Muito em especial, deve levar-se em linha de conta a norma enquanto harmonicamente integrada na unidade do sistema jurídico (art. 9.º, n.º 1, do Cód. Civil). A consideração deste fator decisivo da interpretação sempre derivaria do princípio da coerência valorativa ou axiológica da ordem jurídica. Pode, a este propósito, falar-se em "*referência do sentido de cada norma ao ordenamento jurídico global*"¹².

Este elemento compreende a consideração das outras disposições que formam o complexo normativo do instituto em que se integra a norma interpretanda, isto é, que regulam a mesma matéria (contexto da lei), assim como a ponderação de disposições legais que regulam problemas normativos paralelos ou institutos afins (lugares paralelos). Compreende ainda o lugar sistemático que compete à norma interpretanda no ordenamento global, assim como a sua consonância com o espírito ou unidade intrínseca de todo o ordenamento jurídico. Baseia-se este subsídio interpretativo no postulado da coerência intrínseca do ordenamento, designadamente no facto de que as normas contidas numa codificação obedecem, por princípio, a um pensamento unitário¹³.

O recurso aos "lugares paralelos" pode revelar grande utilidade,

¹² Cf. KARL ENGLISH, *Introdução ao Pensamento Jurídico*, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 1988, p.166 e ss.

¹³ Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 1994, p.183.



pois que, se um problema de regulamentação jurídica fundamentalmente idêntico é tratado pelo legislador em diferentes lugares do sistema, sucede com frequência que num desses lugares a fórmula legislativa surge como mais clara e explícita.

Atendendo a outros preceitos que regulam a mesma matéria (contexto da lei), leve-se em linha de conta o art. 20.º, n.ºs 1 e 2, da Lei n.º 18/2015, que atribui competência exclusiva à entidade gestora para a apresentação de propostas de alteração ao regulamento de gestão do fundo (a mesma regra é, em geral, reiterada no regulamento de gestão de organismos de investimento coletivo deste tipo), assim como o art. 35.º, n.º 12, do mesmo diploma, segundo o qual *"A assembleia de participantes apenas pode deliberar sobre matérias que, nos termos do presente Regime Jurídico, sejam da sua competência, ou sobre aquelas para as quais sejam expressamente solicitadas pela entidade gestora e, unicamente, com base em propostas apresentadas pela entidade gestora, não podendo, salvo acordo da entidade gestora, modificar ou substituir as propostas por esta submetidas a deliberação da assembleia."* Considere-se ainda o disposto no n.º 1 do art. 39.º, de acordo com o qual *"Os aumentos de capital do fundo de capital de risco dependem de deliberação da assembleia de participantes tomada, sob proposta da entidade gestora, pela maioria dos votos emitidos, exceto se outra maioria for imposta pelo regulamento de gestão"*, assim como no n.º 4 *"O direito de preferência referido no n.º 2 pode ser suprimido ou limitado por deliberação da assembleia de participantes tomada por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos, sob proposta da entidade gestora, na qual não podem votar os beneficiários da referida supressão ou limitação"*. Releva ainda o preceito do art. 41.º, n.º1, em conformidade com o



qual "A fusão ou a cisão dos fundos de capital de risco cujas condições não decorram diretamente da lei e que não se encontrem previstas no respetivo regulamento de gestão dependem de deliberação da assembleia de participantes tomada, sob proposta da entidade gestora, por maioria dos votos emitidos exceto se outra maioria for imposta pelo regulamento de gestão."

Para o efeito, a sociedade gestora deve *"Prestar aos participantes, nomeadamente, nas respetivas assembleias, informações completas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e lícitas acerca dos assuntos sujeitos à apreciação ou deliberação destes, que lhes permitam formar opinião fundamentada sobre esses assuntos"* (art. 17.º, n.º 4, al k)).

Todos os preceitos mencionados *supra* confirmam o sentido atribuído ao art. 40.º, n.º 3, da Lei n.º 18/2015.

Na verdade, apenas a deliberação de aprovação dos negócios referidos no art. 10.º, n.º 8, da Lei n.º 18/2015, por razões óbvias - potenciais conflitos de interesses entre a sociedade gestora e os participantes -, não pressupõe prévia proposta da sociedade gestora.

No que respeita a disposições legais que regulam problemas normativos paralelos ou institutos afins (lugares paralelos), refira-se o art. 60.º, n.º 1, al b) ii), da Lei n.º 16/2015, de acordo como o qual *"1 - Os documentos constitutivos dos organismos de investimento alternativo fechados preveem: b) A possibilidade de aumento ou redução do capital desde que: ii) O aumento ou a redução tenha sido objeto de aprovação em assembleia de participantes convocada para o efeito, nas condições definidas no regulamento de gestão, devendo a deliberação definir igualmente as condições do aumento,*



designadamente se a subscrição é reservada aos atuais participantes".

O recurso a este preceito revela-se de grande utilidade pois, sendo um lugar paralelo, está também em causa um problema de regulamentação de redução do capital de um organismo de investimento coletivo fechado que o legislador, todavia, solucionou de modo diferente daquele *sub judice*.

Compete pois aos participantes, reunidos em assembleia, deliberar apenas e tão-somente sobre as propostas que lhe sejam para o efeito submetidas pela sociedade gestora do fundo, de acordo com o seu critério de oportunidade e com base nas suas competências profissionais.

D) O elemento histórico

Este elemento compreende todos os materiais relacionados com a história do preceito (art. 9.º, n.º 1, do Cód. Civil). Desde logo, a história evolutiva do instituto, da figura ou do regime jurídico em causa. Com efeito, muito frequentemente, a norma é produto de uma evolução histórica de certo regime jurídico, pelo que o conhecimento dessa evolução é suscetível de lançar luz sobre o sentido da norma, pois faz-nos compreender o que pretendeu o legislador com a fórmula ou com a alteração legislativa introduzida. Este elemento compreende também as chamadas fontes da lei, ou seja, os textos legais ou doutrinários que inspiraram o legislador na elaboração da lei, assim como os trabalhos preparatórios.

Isto apesar de o art. 40.º, n.º 3, da Lei n.º 18/2015 (*“As reduções de capital do fundo de capital de risco cujas condições não decorram*



diretamente da lei e que não se encontrem previstas no respetivo regulamento de gestão dependem de deliberação da assembleia de participantes tomada, sob proposta da entidade gestora, por maioria dos votos emitidos, exceto se outra maioria for imposta pelo regulamento de gestão”)¹⁴, não equivaler , cum summo rigore, ao art. 32.º, n.º 3, do DL n.º 375/2007 (“As reduções de capital do FCR cujas condições não decorram directamente da lei e que não se encontrem previstas no respectivo regulamento de gestão dependem de deliberação da assembleia de participantes tomada, sob proposta da entidade gestora, por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos”). É que este correspondia ao art. 36.º, n.º 3, do DL n.º 319/2002, sendo que um dos objetivos subjacentes a este diploma foi, efetivamente, o reforço dos poderes das entidades gestoras de fundos de capital de risco, como se afirma no respetivo preâmbulo (“(...)...são reforçados os poderes das entidades gestoras dos fundos de capital de risco em matéria de gestão dos referidos fundos, tornando tal regime mais próximo do existente em outras jurisdições onde a actividade dos fundos de capital de risco se encontra mais desenvolvida.”). Assim, nos termos do art. 18.º do DL n.º 58/99, revogado pelo DL n.º 319/2002: “1 - A assembleia de participantes é constituída por todos os participantes do fundo e

¹⁴O art. 35.º, n.º 1, da Lei n.º 18/2015 (“A convocação e o funcionamento da assembleia de participantes regem-se pelo disposto na lei para as assembleias de acionistas, salvo o disposto em contrário no presente Regime Jurídico”), remete agora para o art. 375.º, n.º 1 (“As assembleias gerais de accionistas devem ser convocadas sempre que a lei o determine ou o conselho de administração, a comissão de auditoria, o conselho de administração executivo, o conselho fiscal ou o conselho geral e de supervisão entenda conveniente”) e 2 (“A assembleia geral deve ser convocada quando o requererem um ou mais accionistas que possuam acções correspondentes a, pelo menos, 5% do capital social”), do CSC.



reunirá sempre que convocada pelo respectivo presidente, a requerimento da sociedade gestora ou de um conjunto de participantes que detenham um mínimo de 5% de unidades de participação. 3 - À assembleia de participantes compete exercer as competências referidas no presente diploma, bem como as que lhe sejam conferidas pelo regulamento de gestão, devendo, designadamente, estabelecer a estratégia de aplicações e de distribuição dos rendimentos do fundo."

Pode concluir-se que os direitos de intervenção dos participantes na vida dos fundos de capital de risco são, de facto, muito mais reduzidos¹⁵.

3.2.1. Conclusão

O recurso aos diversos cânones hermenêuticos permite afirmar que a sociedade gestora de um fundo de capital de risco não tem qualquer dever, perante os participantes, de incluir na ordem de trabalhos de uma assembleia de participantes a questão da redução do capital do fundo, em cumprimento de uma proposta apresentada por alguns deles¹⁶. Do mesmo modo, os participantes não têm qualquer poder de exigir da sociedade gestora aquela inclusão. Este resultado decorre claramente da interpretação da lei. A autonomia de gestão, que não permite qualquer interferência dos

¹⁵ Cf. ANTÓNIO SOARES, *Breves Nota sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 15, Dezembro 2002, p.241.

¹⁶ Cf. Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 9 de julho de 2014 (Graça Amaral), proc. 841/13.9TVLSB.L1-7 – www.dgsi.pt.



participantes, como que confere - e simultaneamente pressupõe - poderes de "domínio" à sociedade gestora sobre o fundo gerido. De resto, nos termos do art. 9.º n.º 3, do Cód. Civil, o intérprete presumirá que o legislador "*soube exprimir o seu pensamento em termos adequados*" e "*que o legislador consagrou as soluções mais acertadas*".

3.3. A existência de um único investimento, até ao final de certo ano, em determinada sociedade comercial

Ao proceder à gestão de acordo com o regulamento de gestão, pode dizer-se que a sociedade gestora age por conta dos participantes e no seu exclusivo interesse.

A atuação por conta dos participantes baseia-se no facto de o contrato celebrado entre estes e a sociedade gestora ser um contrato de administração e de investimento que, no caso dos organismos de investimento coletivo, é integrado pelo regulamento de gestão do fundo, que deve ser respeitado.

Os poderes inerentes à gestão de um organismo de investimento coletivo são instrumentais do cumprimento da obrigação assumida pela sociedade gestora perante os participantes de desenvolver profissionalmente uma atividade de investimento do capital por aqueles subscrito. No exercício desses mesmos poderes instrumentais, em vista do cumprimento da sua obrigação, no exclusivo interesse dos participantes, períodos há em que a sociedade gestora, por motivos de diversa natureza, considera, fundadamente, não dever efetuar investimentos durante certo lapso de tempo, aguardando antes por momentos mais oportunos



do ponto de vista económico para a realização de grande parte dos investimentos previstos.

Não deixa, por isso, a sociedade gestora de executar diligentemente o programa contratual, de cumprir igualmente todo um conjunto de deveres que não se incluem no conceito de gestão em sentido estrito, mas que são suscetíveis de respeitar ao desenvolvimento regular da relação contratual, designadamente, os deveres de informação perante os participantes.

Essas decisões não se traduzem em qualquer *mala gestio* por parte da sociedade gestora. Esta exerce profissionalmente a sua atividade, respeitando a lei e o regulamento de gestão, assim como as regras da *peritia artis*. Estas regras assumem relevância jurídica na medida em que o conhecimento e a observância das mesmas integra o carácter profissional da obrigação a cargo da sociedade gestora. A esta compete desempenhar a sua função com qualificado profissionalismo, de acordo com critérios de racionalidade empresarial e no exclusivo interesse dos participantes.

Sendo o capital um recurso escasso, ainda mais em conjunturas de recessão económica e de diminuição de liquidez do mercado, afigura-se de extrema relevância selecionar as empresas suscetíveis de gerar valor e de rendibilizar o investimento, de modo a racionalizar a alocação deste mesmo capital. A sociedade gestora deve adotar, com efeito, um elevado grau de diligência na seleção dos investimentos. Numa conjuntura de recessão e de incerteza económica, com a economia portuguesa particularmente exposta à evolução do mercado externo, a racionalização do capital e a eficiência da sua gestão tornam-se prioritários. Daí que no interesse exclusivo dos participantes a sociedade gestora de um fundo de



capital de risco tenha, por vezes, de optar pela não realização de investimentos durante determinados períodos de tempo.

A gestão de um fundo de capital de risco é, efetivamente, confiada, a uma equipa de profissionais, com uma experiência consolidada de mercado na área financeira e empresarial. A sociedade gestora adota a estratégia de investimento mais adequada às circunstâncias económico-financeiras que a envolvem. O seu objetivo último traduz-se na maximização do retorno dos investidores. Para o efeito, a sociedade gestora procede a uma prospeção exaustiva do mercado, identifica oportunidades de investimento, verifica se as mesmas se enquadram na política de investimentos do fundo, analisa a rentabilidade esperada, o modelo de negócio, a dimensão do investimento, etc.. Cumpre igualmente o procedimento de *due diligence*, examinando minuciosamente as empresas *target*, os seus planos de negócios, os aspetos técnicos, comerciais, operacionais, financeiros, humanos e jurídicos dos projetos, etc. Refira-se, a este propósito, que se trata de uma fase morosa e complexa do processo de investimento, mas essencial na medida em que visa fazer face a um dos maiores problemas do investimento em capital de risco: a assimetria da informação. Na verdade, para obterem o financiamento almejado, as empresas tendem a sobrevalorizar o negócio, recorrendo a projeções excessivamente otimistas. Por conseguinte, o processo de *due diligence*, ao permitir a aquisição de mais conhecimento sobre o projeto em vista, consente minimizar um dos efeitos da assimetria da informação: aquele da seleção adversa (escolha de um mau projeto). Uma vez selecionadas as empresas, sendo até negociadas as condições de participação do fundo nessas mesmas empresas, por vezes não chegam a celebrar-se os negócios de investimento



por razões totalmente alheias à esfera da sociedade gestora. Isto não consubstancia qualquer incumprimento da sociedade gestora perante os participantes no fundo nem tão pouco legitima o incumprimento das obrigações destes perante aquela.

De resto, além de ser titular do direito à remuneração pela sua *performance*, mediante a *carried interest* ou remuneração variável, a sociedade gestora de um fundo de capital de risco é, ela própria, titular de unidades de participação no próprio fundo que administra.

Por outro lado, de acordo com o estabelecido, via de regra, no regulamento de gestão deste tipo de organismos de investimento coletivo, durante o período de investimento, a remuneração da sociedade gestora (v.g., 2,0%, calculada semestralmente, sobre a totalidade do capital subscrito do fundo) independe em absoluto do *quantum* de capital concretamente investido pela sociedade gestora. Esta cumpriu a sua obrigação de administrar o fundo de capital de risco, de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes, tendo adotado um elevado grau de diligência na seleção dos investimentos. Pode concluir-se que o facto de naquela data - data das chamadas de capital incumpridas pelos participantes faltosos - o valor das comissões de gestão se aproximar do valor do capital subscrito então investido não se traduz em qualquer desproporcionalidade na conformação do conteúdo do contrato ou das prestações das partes.

Nessa altura, encontrava-se X – FCR ainda na segunda fase do seu ciclo de vida, que é a do investimento. É da natureza de um organismo de investimento coletivo de capital de risco que, durante a fase de investimento, a remuneração fixa da sociedade gestora



seja passível de se aproximar quantitativamente do capital efetivamente investido.

Refira-se que, de acordo com o lugar paralelo do art. 73.º, n.º 5, da Lei n.º 16/2015, *“Dando cumprimento ao dever de atuação no interesse dos participantes, a entidade gestora: a) Não cobra ou imputa ao organismo de investimento coletivo, ou aos seus participantes, custos que não se encontrem previstos nos respetivos documentos constitutivos”, a contrario, age no interesse dos participantes a entidade gestora que cobra ou imputa ao organismo de investimento coletivo, ou aos seus participantes, custos que se encontrem previstos nos respetivos documentos constitutivos.*

4. A alteração das circunstâncias¹⁷

Esclarecida a natureza dos contratos celebrados entre os participantes e a sociedade gestora, assim como da atividade por esta desenvolvida, coloca-se a questão de saber se a disposição do art. 437.º do Cód. Civil se aplica a esses contratos e se a crise do *subprime* e o seu impacto, ocorrida no Verão de 2007, a crise das dívidas soberanas dos países da Zona Euro, verificada no final de 2009, as novas regras prudenciais adotadas ao abrigo do Acordo de Basileia III - que, no que ora importa, introduz um novo quadro regulatório do capital - e, por último, a ajuda pública à Banca

¹⁷ Cf. MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA, *Crise Financeira e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito Vs. Contratos de Gestão de Carteiras*, Separata de Estudos em Homenagem Ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Coimbra Editora, Coimbra, 2010.



Espanhola, são suscetíveis de fundar a produção dos efeitos jurídicos previstos naquela norma (a modificação ou a resolução dos contratos celebrados entre a sociedade gestora e os participantes).

A modificação ou resolução dos contratos por alteração das circunstâncias exige a ponderação valorativa dos princípios da autonomia privada, por um lado, e da boa fé, por outro, em vista de uma conciliação de ideias de sinal contrário. Daí a sua dificuldade.

4.1. A (in)aplicabilidade do art. 437.º do Cód. Civil aos contratos celebrados entre os participantes faltosos e a sociedade gestora

De acordo com o art. 406.º, n.º 1, do Cód. Civil, "*o contrato deve ser pontualmente cumprido, e só pode modificar-se ou extinguir-se por mútuo consentimento dos contraentes ou nos casos admitidos na lei.*"

Constitui exceção a este princípio da força vinculativa dos contratos a possibilidade de resolução ou modificação do contrato por alteração das circunstâncias.

Assim, conforme o art. 437.º, n.º 1, do mesmo corpo de normas, "*se as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar tiverem sofrido uma alteração anormal, tem a parte lesada direito à resolução do contrato, ou à modificação dele segundo juízos de equidade, desde que a exigência das obrigações por ela assumidas afecte gravemente os princípios da boa fé e não esteja coberta pelos riscos próprios do contrato*"; acrescentando o n.º 2 do mesmo preceito que, "*requerida a resolução, a parte contrária pode opor-se ao pedido, declarando aceitar a modificação*



do contrato nos termos do número anterior."

Poderia dizer-se que, em princípio, a possibilidade de resolver ou modificar um contrato por alteração das circunstâncias abrange, de acordo com o art. 437.º, n.º 1, qualquer tipo de contrato.

Por isso, também os contratos que apresentassem uma forte exposição a riscos ou, até mesmo, os que têm o risco por objeto, poderiam estar sujeitos à resolução ou à modificação previstas nesse preceito. Assim os contratos puramente aleatórios ou de resultado aleatório seriam suscetíveis de modificação ou resolução *ex vi* do art. 437.º, n.º 1.

A natureza dos contratos celebrados – contratos de investimento – não impediria, pois, em abstrato – a aplicabilidade do instituto da alteração das circunstâncias.

Consubstanciando-se a resolução ou modificação do contrato, fundamentalmente, num imperativo do princípio da justiça contratual (verificadas certas alterações de circunstâncias sobre as quais as partes alicerçaram a decisão de contratar), nada legitimaria que se excluísse aprioristicamente qualquer tipo de contratos do âmbito de aplicação do art. 437.º, n.º 1.

Todavia, independentemente do tipo de contrato em apreço, para que o art. 437.º, n.º 1, se aplique é necessária a verificação, no caso concreto, dos respetivos pressupostos.

4.2. Os requisitos da relevância da alteração das circunstâncias

A questão da invocabilidade do art. 437.º, n.º1, do Cód. Civil, nos contratos celebrados entre a sociedade gestora e os participantes



faltosos é a de saber se estes podem, com base nesse preceito, eximir-se, total ou parcialmente, ao cumprimento das obrigações de entrada de capital assumidas perante aquela, alegando, para o efeito, o impacto de uma crise económico-financeira global, que teve lugar no Verão de 2007, uma crise da dívida soberana verificada em Espanha no final de 2009, uma alteração das regras prudenciais decorrente do novo Acordo de Basileia e, por fim, uma ajuda pública à Banca Espanhola.

Ora a invocabilidade do art. 437.º, n.º1, do Cód. Civil, pelos participantes faltosos, exige, naturalmente, a alegação e a prova dos elementos constitutivos da respetiva previsão ou *facti-species*. Impende sobre esses participantes o ónus correspondente.

Considerem-se então os contratos *sub judice* perante os elementos que se identificam naquele preceito: 1) que a alteração diga respeito a circunstâncias em que se alicerçou a decisão de contratar; 2) que essas circunstâncias tenham sofrido uma alteração anormal; 3) que a estabilidade do contrato ou dos seus termos acarrete uma lesão para uma das partes; 4) que a estabilidade do contrato ou dos seus termos afecte gravemente os princípios da boa fé; 5) que a situação não se encontre coberta pelos riscos próprios do contrato.

1) Que a alteração diga respeito a circunstâncias em que se alicerçou a decisão de contratar

A receção da teoria da base do negócio no nosso ordenamento jurídico, embora mitigada pelo princípio da boa fé, confere ao instituto da alteração das circunstâncias uma dimensão



contemporânea do momento da celebração do contrato, eventualmente até, *cum grano salis*, numa perspetiva algo subjetivista¹⁸.

Segundo a posição dominante, são circunstâncias em que se alicerçou a decisão de contratar, em que as partes fundaram a decisão de contratar os factos que, respeitando a uma delas ou a ambas, determinaram, de modo essencial, a vontade negocial e, assim, condicionam o efeito vinculativo das declarações negociais. A base do negócio é, por conseguinte, bilateral ou comum às partes - representação comum, ou representação unilateral notória ou conhecida da outra parte¹⁹. Seria necessário que os participantes

¹⁸ Relativamente à evolução histórica do instituto da alteração das circunstâncias no direito luso, cf. JOÃO DE MATOS ANTUNES VARELA, *Ineficácia do Testamento e Vontade Conjectural do Testador*, Coimbra, 1950, p.263 e ss, e 323 e ss; LUÍS CARVALHO FERNANDES, *A Teoria da Imprevisão no Direito Civil Português*, Lisboa, 2001; MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, Almedina, Coimbra, 2009, p.285 e ss. Segundo ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, "*ao dogma da vontade) não (...) deve (...) ser reconduzido o tema posto pela alteração das circunstâncias. Neste, não se debate a situação gerada pela não concretização de prefigurações desenvolvidas, aquando da contratação, pelas partes, mas antes o impacto de modificações fácticas sobre situações jurídicas que não as prevejam*" - *Da Boa Fé no Direito Civil*, Almedina, Coimbra, 1997, p.979.

¹⁹ De acordo com HEINRICH EWALD HÖRSTER: "*Desta maneira, a base negocial é a representação de uma das partes, existente na altura da conclusão do contrato e reconhecida quanto ao seu significado pela outra parte, sem ser contestada por esta, ou a representação comum de ambas as partes, acerca da existência ou a futura verificação ou não-verificação de certas circunstâncias, sobre as quais assentou a vontade negocial*" - *A Parte Geral do Código Civil Português. Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra, 1992, p.577; CALVÃO DA SILVA, *Anotação ao Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 12 de Setembro de 2013*, in RLJ, 143, p.369.



faltosos provassem ter sido fundamento dos contratos de administração e investimento celebrados a circunstância de o impacto de a crise económico-financeira não atingir determinada grandeza, de a dívida pública não ascender a determinado montante, de não se adotarem regras prudenciais tais como aquelas que vieram a resultar do Acordo de Basileia III, de não haver ajuda do Estado à Banca Espanhola, e assim sucessivamente! Aquela condição implícita está ancorada na natureza do contrato, no reconhecimento mútuo ou no reconhecimento daquela essencialidade pela outra parte, ou na boa fé.

Verifica-se uma associação natural à causa do contrato, à função económico-social que as partes prosseguem com a celebração do negócio jurídico assim como ao fim mediato visado pelo contraente lesado²⁰.

A jurisprudência recente confirma, nalguns arestos, a vinculação do preceito do art. 437.º do Cód. Civil às circunstâncias que as partes reconheceram como determinantes do contrato ao tempo da sua celebração. A essa luz, o instituto da alteração das circunstâncias exclui a excessiva onerosidade por modificações extracontratuais.

²⁰ A propósito deste conceitos, cf. INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p.287 e ss. Referindo-se aos conceitos de base do negócio e de causa, cf. DIOGO PEREIRA DUARTE, *Modificação dos contratos segundo juízos de equidade (Contributo para a interpretação dos artigos 252.º, n.º 2, e 437.º do Código Civil)*, in *O Direito*, 139, 2007, I, p.141 e ss. O autor afirma que "As circunstâncias alteradas têm indubitavelmente que se situar no plano contratual. Os seus elementos foram, objectivamente, essenciais à celebração do negócio" - p. 156.



Na verdade, a estabilidade do contrato não pressupõe - nem poderia pressupor - a coincidência entre a vontade e evolução da realidade.

Pode assim dizer-se que, para a doutrina e jurisprudência dominantes, a base do negócio na alteração das circunstâncias é bilateral: respeita simultaneamente aos dois contraentes. O art. 437.º, n.º 1, refere as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar; não refere as circunstâncias em que o lesado com a superveniente modificação teria fundado a decisão de contratar²¹.

Não pode dizer-se que aquelas circunstâncias invocadas pelos participantes faltosos (que o impacto da crise do *subprime* não fosse de determinada dimensão, que a crise da dívida soberana não atingisse determinado montante, que não surgisse o novo quadro regulatório do capital, que o Estado não prestasse ajuda à Banca Espanhola) tenham sido, para a sociedade gestora, determinantes dos contratos de administração e investimento ao tempo da sua celebração.

2) Que essas circunstâncias tenham sofrido uma alteração anormal

A alteração das circunstâncias para ser relevante, tem de ser anormal. Na doutrina, distingue-se a anormalidade da imprevisibilidade, conduzindo à resolução ou modificação do

²¹ Cf. INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p.344 e ss.



contrato alterações que, embora previsíveis, sejam excepcionais, anómalas²². Considera-se, todavia, que o *error in futurum* (sobre circunstâncias futuras) é regulado pelo art. 252.º, n.º 2, e que o art. 437.º do Cód. Civil se refere, fundamentalmente, a alterações imprevisíveis²³. É imprevisível a verificação de um evento, ou do seu alcance, quando, embora pudesse ser representado, em abstrato, pelas partes, a prevenção dos seus efeitos não lhes é imputável, em razão das circunstâncias contemporâneas da vinculação negocial. A crise do *subprime* teve início em julho de 2007, muito antes da celebração dos contratos de administração e de investimento em apreço. Em janeiro de 2009, já se adivinhavam os contornos essenciais da crise financeira global, assim como a emergência da crise da dívida soberana nos países da Zona Euro. Acresce que já em 2009 se iniciou o programa de reforma e de promoção da solvência dos bancos e da estabilidade do sistema bancário internacional. Também já se anunciava a necessidade de auxílio do Estado à Banca Espanhola, assim como a necessidade de ajuda pública à Banca Portuguesa. Reitere-se que o X – FCR é constituído em 2009.

O conceito de *bonus paterfamilias* ou de *reasonable man* é indeterminado. No seu preenchimento valorativo relevam as vicissitudes externas aos participantes, a natureza da atividade que exercem, a regra da experiência do comportamento racional. Todos estes participantes, como não poderia deixar de ser, pois o X – FCR

²² Cf. ADRIANO VAZ SERRA, *Resolução ou Modificação dos Contratos por Alteração das Circunstâncias*, in «Boletim do Ministério da Justiça», n.º 68, Julho de 1957, p. 328. Neste sentido, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, Almedina, Coimbra, 2009, p.338 e ss.

²³ Cf. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, Almedina, Coimbra, 2010, p.360 e 372.



é um fundo de capital de risco, são investidores profissionais²⁴, que se regem por critérios mínimos de racionalidade empresarial²⁵. Pode dizer-se que a (im)previsibilidade deve ser considerada como probabilidade de verificação concreta mínima, de acordo com os padrões e as expectativas de um investidor profissional médio dentro do seu círculo de conhecimentos respetivo e típico. Trata-se, pois, de investidores profissionais, de entidades especializadas também na gestão de carteiras de investimentos, dotadas de competências específicas. Este é claramente o caso dos bancos que podem atuar simultaneamente como intermediários e investidores.

Em grande medida, as alterações que os participantes faltosos invocam eram para eles previsíveis ao tempo da celebração dos contratos de administração e investimento com a sociedade gestora.

Alguma doutrina e a jurisprudência consideram que o carácter aleatório de um contrato ou do seu resultado não o subtrai ao regime da alteração das circunstâncias, se ultrapassada essa álea²⁶.

²⁴ "Investidores qualificados são aqueles que em função das suas especiais qualificações são considerados como tendo um conhecimento em matéria de investimentos e uma capacidade negocial superiores aos do investidor comum e que, por esse facto, não carecem de uma protecção legal nos seus investimentos de nível idêntico à requerida pelos demais investidores. O Decreto-Lei n.º 319/2002 contém ele próprio uma enumeração das categorias de pessoas que são por ele consideradas como investidores qualificados em fundos de capital de risco – cf. n.º 2 do artigo 13.º." - ANTÓNIO SOARES, *Breves Nota sobre o Novo Regime Jurídico das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 15, Dezembro 2002, p.238.

²⁵ Cf. art. 72.º, n.º 2, do CSC.

²⁶ Assim, a título de meramente exemplificativo, JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *Onerosidade excessiva por "alteração das circunstâncias"*, in *Estudos em*



Contudo, o problema reside em saber se os referidos contratos consentem ou não alguma circunscrição da álea coberta por eles que legitime a intervenção judicial para a sua resolução ou modificação porventura num cenário de crise económico-financeira, de crise da dívida soberana, de alteração de regras prudenciais ou de auxílio do Estado. Torna-se naturalmente mais difícil justificá-lo se tais contratos foram celebrados já em pleno cenário de instabilidade económico-financeira, sendo previsíveis os respetivos efeitos para agentes como os participantes - que são investidores profissionais -, assim como previsíveis eram a crise da dívida soberana, a necessidade de novas regras prudenciais para os bancos e de auxílio do Estado à Banca Espanhola²⁷.

memória do Professor Doutor José Dias Marques, Almedina, Coimbra, 2007, p.524; MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, Almedina, Coimbra, 2009, p.344; MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA, *Crise Financeira e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito Vs. Contratos de Gestão de Carteiras*, Separata de Estudos em Homenagem Ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Coimbra Editora, Coimbra, 2010; ADRIANO VAZ SERRA, *Resolução ou modificação dos contratos por alteração das circunstâncias*, Boletim do Ministério da Justiça, n.º 68, 1957, p.332 e ss; INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p.47.

²⁷ Não se verificará então, por via de regra, o requisito da imprevisibilidade para que a alteração das circunstâncias seja suscetível de desencadear os efeitos da estatuição da norma do art. 437.º do Cód. Civil. Cf. JUDITH MARTINS COSTA, “Contratos de derivativos cambiais. Contratos aleatórios. Abuso de direito e abusividade contratual. Boa-Fé objetiva (Dever de informar e ônus de se informar. Teoria da imprevisão, excessiva onerosidade superveniente)”, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, 15/55 (Janeiro-Março 2012), p.321 e ss.



3) Que a estabilidade dos contratos ou dos seus termos acarrete uma lesão para uma das partes

Não se verifica qualquer superveniente onerosidade excessiva da prestação. Ocorreu, quando muito, um acréscimo de onerosidade da prestação, de modo semelhante ao que se verificou na esfera de qualquer outra parte num contrato que não seja de execução instantânea. A alteração das circunstâncias invocada pelos participantes faltosos não lhes provocou um grande ou substancial agravamento do sacrifício. Com efeito, o sacrifício de hoje é *grosso modo* igual ao do tempo da celebração dos contratos de administração e investimento, e é comum a outros participantes de natureza bancária que, todavia, continuam a cumprir as obrigações que, ao abrigo do princípio da liberdade contratual, assumiram perante sociedades gestoras de fundos de capital de risco. Não teve lugar qualquer sacrifício superveniente que exclua a razoabilidade da manutenção do vínculo contratual nos termos acordados. Recorde-se, por outro lado, que alguns dos participantes são igualmente titulares de unidades de participação nos fundos de capital de risco Y e Z, o que permite concluir pela ausência de agravamento do sacrifício, pois que no âmbito destes têm cumprido as respetivas obrigações perante a X Investments - SCR. Não ocorreu outrossim qualquer distorção da equivalência da economia dos programas contratuais inicialmente prevista pelas partes (que é de resultado aleatório), pois a sociedade gestora cumpriu a lei e o regulamento de gestão e, por isso, o programa de investimentos. Nem se verificou qualquer excessivo aumento do custo do cumprimento das obrigações dos participantes, nem qualquer diminuição do valor da contraprestação. Além disso, em causa estão contratos a que é inerente a incerteza do futuro - são contratos de



investimento e, por isso, de resultado aleatório. Não pode falar-se tão pouco de frustração do fim dos contratos em apreço.

O X – FCR foi constituído em janeiro de 2009, por um período de duração de dez anos, suscetível de prorrogação por mais dois (conforme o respetivo regulamento de gestão). O fundo encontra-se ainda na segunda fase do seu ciclo de vida, ou seja, na fase de investimento, que se iniciou em novembro de 2009 e que termina em dezembro de 2014 (de acordo com o correspondente regulamento de gestão). Está, por isso, ainda muito distante da distribuição de resultados. De resto, a taxa interna de rendibilidade (TIR) dos investimentos já realizados pela sociedade gestora elimina qualquer dúvida quanto ao respetivo retorno. Os participantes, enquanto investidores num fundo de capital de risco, bem sabiam que o investimento que realizavam em 2009 era dotado de um grau mínimo de liquidez (porquanto o X – FCR é um fundo fechado ou *closed-end fund*, como qualquer fundo de capital de risco - art. 3.º, n.º 2, da Lei n.º 18/2015 e, por isso, as respetivas unidades de participação não podem ser resgatadas).

Não pode, pois, afirmar-se que a estabilidade do contrato ou dos seus termos implique para os participantes uma lesão, uma perturbação do equilíbrio do contrato originário, porquanto este se mantém *qua tale*.

4) Que a estabilidade do contrato ou dos seus termos afete gravemente os princípios da boa fé

O conceito de boa fé é essencial. No caso *sub judice* a estabilidade dos contratos não viola aqueles imperativos



inderrogáveis de justiça, que correspondem, na expressão do art. 437.º, n.º 1, do Cód. Civil, aos princípios da boa fé²⁸. À luz da justiça contratual, é exigível aos participantes a subsistência das obrigações assumidas perante a sociedade gestora. A invocada alteração anormal das circunstâncias não permite a modificação ou resolução dos contratos de administração e de investimento, pois não se verifica um desajuste, desequilíbrio ou desproporção das prestações das partes que afete gravemente os princípios da boa fé. Aquela exigibilidade não afeta, por isso, gravemente os princípios da boa fé, na medida em que não gera um intolerável desequilíbrio da justiça contratual. A estabilidade dos contratos não colide com qualquer princípio de justiça objetiva na relação entre os participantes e a sociedade gestora, não fere a justiça dos negócios celebrados. Reitere-se que não tem de haver uma coincidência entre a vontade dos participantes a evolução da realidade.

Por outro lado, pode igualmente dizer-se que o impacto da crise económico-financeira, a crise da dívida soberana, a adoção de novas regras prudenciais no âmbito do Acordo de Basileia III e a ajuda do Estado à Banca Espanhola eram objetivamente previsíveis, segundo os melhores critérios empresariais, pelo que os participantes podiam ter contado com tal risco no momento da celebração dos contratos de administração e investimento com a X Investments - SCR.

É certo que a boa fé é um conceito indeterminado, carecido de preenchimento valorativo, permitindo a adaptação, no caso em apreço, do instituto da alteração das circunstâncias à complexidade

²⁸ Cf. MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Almedina, Coimbra, 2003, p. 860 e ss..



da matéria a regular. Todavia, nada sugere - pelo contrário - que a estabilidade dos contratos *sub judice* seja suscetível de afetar gravemente os princípios da boa fé.

5) Que a situação não se encontre coberta pelos riscos próprios do contrato

Como *supra* se mencionou, alguma doutrina e jurisprudência relevantes consideram que o carácter aleatório de um contrato ou do seu resultado não o subtrai ao regime do art. 437.º do Cód. Civil, se ultrapassada essa álea. Porém, a questão é precisamente a de se saber se os contratos celebrados entre os participantes e a sociedade gestora permitem ou não alguma delimitação da álea coberta por eles que legitime a sua resolução ou modificação em virtude do impacto da crise económico-financeira, da emergência da crise da dívida soberana, de alteração do quadro regulatório do capital e do auxílio do Estado à Banca Espanhola.

Trata-se, pois, de saber se a alteração das circunstâncias invocada pelos participantes faltosos, se anormal fosse considerada, deveria ou não ser compreendida na álea própria dos contratos celebrados ou dos seus resultados. Aos riscos inerentes ao tipo de contratos em apreço devem equiparar-se os riscos concretamente contemplados pelas partes nos acordos contratuais celebrados, as situações de risco criadas pela vontade negocial²⁹.

Os contratos concluídos entre os participantes e a sociedade

²⁹ Cf. MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, Almedina, Coimbra, 2000, p.302.



gestora são contratos de resultado aleatório, pois que, *grosso modo*, os primeiros - e também parcialmente a segunda no que à remuneração variável respeita - correm uma possibilidade de ganho ou de perda, na medida em que os respetivos efeitos dependem de acontecimentos futuros incertos quanto à sua verificação (ou, pelo menos, quanto à data desta). Na perspetiva da repartição do risco, como que ambas as atribuições patrimoniais se encontram assim sujeitas a álea enquanto possibilidade de evento favorável ou desfavorável. A aleatoriedade (do resultado) decorre da própria natureza dos contratos, porquanto se trata de contratos de investimento. Não há uma repartição do risco, e muito menos simétrica.

O risco é aqui como que considerado a contrapartida do fim prosseguido pelos participantes, é o preço da vantagem esperada. E assim é porque a lei e as partes se pronunciaram sobre essa oneração. Nos contratos que celebraram, os participantes acolheram a incerteza da evolução dos investimentos e dos desinvestimentos a realizar pela sociedade gestora, podendo essa evolução ter um ou outro sentido, e ambos foram queridos pelas partes. As partes regularam as suas relações jurídicas, quanto a alguns dos seus efeitos, tendo em mente a evolução - incerta -, num sentido ou noutra, dos investimentos e dos desinvestimentos³⁰. A perspetiva de lucro incerto, o interesse em arriscar foi também determinante da celebração dos contratos em apreço, tendo os participantes assumido um risco referido a circunstâncias externas. Pode, por isso, afirmar-se que na conexão íntima entre o benefício

³⁰ Cf. ANA ISABEL AFONSO, *A Condição, Reflexão Crítica em torno de subtipos de compra e venda*, Universidade Católica Editora - Porto, 2014, p.94.



e a assunção de perda superveniente se manifesta o princípio da força vinculativa dos contratos, *pacta sunt servanda*. As partes devem respeitar o destino do seu proveito - ou da sua perda, na medida em que apenas assim se tutela a confiança no cumprimento dos deveres de prestar.

Pode dizer-se que a aplicação do preceito do art. 437.º do Cód. Civil é afastada pelo regime legal ou contratual do risco³¹ - ou pelos contratos aleatórios ou de resultado aleatório - ao menos se não ultrapassada a álea própria destes contratos³². A aceitação do carácter supletivo do art. 437.º afigura-se razoável no caso de contratos de natureza aleatória ou de resultado aleatório por opção expressa do legislador ou das partes.

Na verdade, um sujeito que celebra um contrato aleatório ou de resultado aleatório aceita um certo grau de risco, a possibilidade de um evento favorável ou desfavorável - por si ignorado e por si não

³¹ Não se trata, pois, de uma mera ponderação, valoração ou racionalidade do risco "*se o Direito atribui a um sujeito, através do esquema do direito subjectivo, uma vantagem, é justo que corra, contra ele, a possibilidade de dano superveniente causal. Ubi commoda, ibi incommoda*". Cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, "A proposta na contratação pública e a alteração das circunstâncias", in *O Direito*, 142, 2010, II, p. 292. De acordo com LUÍS M. TELLES DE MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, vol. II, Almedina, Coimbra, 2008, p.137: "*A alteração das circunstâncias apresenta-se como subsidiária em relação às regras de distribuição do risco, cessando a sua aplicação sempre que exista uma regra que atribua aquele risco a uma das partes. Por isso, nos contratos aleatórios, em que não haja limites aos riscos assumidos pelas partes, fica de todo excluída a aplicação do regime da alteração das circunstâncias*".

³² Cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Alteração das Circunstâncias (a concretização do artigo 437.º do Código Civil, à luz da jurisprudência posterior a 1974)*, Lisboa, 1987, p.43.



totalmente controlável - mesmo que não tenha tido total consciência desse risco no momento da conclusão do negócio.

Parece ao menos discutível dizer-se que foi ultrapassada, nas circunstâncias do caso concreto, a álea dos contratos celebrados entre os participantes e a sociedade gestora.

4.3. Conclusão

Inverificando-se os requisitos necessários para que a alteração das circunstâncias (crise do *subprime*, crise da dívida soberana, novas regras prudenciais resultantes do Acordo de Basileia III, auxílio público à Banca Espanhola) invocada pelos participantes faltosos legitime a resolução ou modificação dos contratos celebrados com a sociedade gestora, ao abrigo do art. 437.º do Cód. Civil, impõe-se o respeito pelo princípio da autonomia privada, pelo princípio *pacta sunt servanda*, pela *lex contractus*. Justifica-se, pois, a imodificabilidade das obrigações assumidas pelas partes, não se alterando o conteúdo da prestação dos devedores nem os exonerando das suas obrigações. Outra solução desconsideraria a economia e a justiça do programa contratual.



5. A Resolução dos contratos de administração e investimento e a indemnização por não cumprimento

5.1. A natureza não indemnizatória da perda das unidades de participação e do capital investido a favor do fundo

De acordo com o art- 28.º (*Mora na realização das entradas*), n.º 5, da Lei n.º 18/2015, “A não realização das entradas em dívida nos 90 dias seguintes ao início da mora implica a perda, a favor do fundo de capital de risco, das unidades de participação em relação às quais a mora se verifique, bem como das quantias pagas por sua conta.”

Esta medida não se destina a liquidar um qualquer dano, a fixar o *quantum respondeatur*, não tendo sido estabelecida como substituto de uma indemnização. Ela independe da (in)existência de culpa e de dano.

Está em causa uma medida cujo escopo é puramente coercitivo e a sua natureza, por isso mesmo, como que compulsivo-sancionatória. É um *plus*, algo que acresce à indemnização pelo não cumprimento dos contratos de administração e investimento dos participantes perante a sociedade gestora³³.

Não visa reparar a sociedade gestora, o dano do incumprimento não é considerado. Destina-se tão-somente a constranger preventivamente o devedor ao cumprimento - e como que a sancioná-lo em caso de incumprimento -, não a substituir a

³³ Cf. ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, *Cláusula Penal e Indemnização*, Almedina, Coimbra, 1990, p.604-605.



indenização a que houver direito, nos termos gerais³⁴.

É uma medida que decorre da lei, que se funda na lei e que se destina a tutelar a própria confiança de que os participantes cumprirão as suas obrigações de entrada sob de pena de consequências gravosas.

Não tendo em vista a reparação pelo dano do incumprimento, sendo compulsória em sentido lato, porque se não destina a substituir o cumprimento da prestação ou a indenização pelo não cumprimento perante a sociedade gestora, significa que esse interesse do credor não é tido em conta. Esta medida não leva em conta esse interesse.³⁵

O objetivo é de algum modo o de compelir o devedor ao cumprimento, também o de sancionar o devedor, mas não o de liquidar antecipadamente uma qualquer indenização. Trata-se, pois, de uma sanção que acresce à indenização pelo não cumprimento a que haja lugar nos termos gerais.

Não se considera a medida em apreço numa relação de alternatividade relativamente ao dever de indemnizar a sociedade gestora, antes constitui um *plus*, algo que acresce ao exercício do direito à indenização a que haja lugar por parte da sociedade gestora nos termos gerais.

De resto, como resulta da lei, tanto as unidades de participação como o capital investido revertem a favor do fundo e,

³⁴ Cf. ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, *Cláusula Penal e Indemnização*, Almedina, Coimbra, 1990, p.605.

³⁵ Cf. ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, *Cláusula Penal e Indemnização*, Almedina, Coimbra, 1990, p.606-607.



mediatamente, dos restantes participantes³⁶. O interesse da sociedade gestora não é levado em linha de conta, *minime* que seja, pela norma do n.º 5 do art. 28.º. É que, conforme *supra* mencionado, as entradas dos diversos participantes são geridas conjuntamente e os resultados individuais de cada um deles estabelecidos em função dos resultados coletivos mediante a aplicação de fórmulas jurídicas distintas daquelas do contrato de sociedade. Por isso mesmo, a exclusão de um sócio não tem consequências análogas.

5.2. A resolução *ope legis* dos contratos de administração e investimento celebrados entre os participantes faltosos e a sociedade gestora

Os participantes não cumpriram as chamadas de capital realizadas pela sociedade gestora em determinada data. A obrigação de entrada traduz-se na principal obrigação dos participantes num organismo de investimento coletivo, na medida em que com ela se visa a constituição do património autónomo de que aqueles são considerados proprietários, assim como assegurar os meios necessários ao exercício da atividade da sociedade gestora - a administração daquele mesmo património autónomo. Está na origem da atribuição da qualidade de participante num organismo de investimento coletivo e sem ela não é possível a constituição deste tipo de entidades. As unidades de participação têm de

³⁶ Entre os participantes não se estabelece qualquer relação de natureza contratual e, por isso, inexistente qualquer vínculo contratual entre os participantes faltosos e os restantes participantes no X - FCR.



corresponder necessariamente a verdadeiras contribuições. Os participantes, para o serem, têm de contribuir ou obrigarem-se a contribuir para o fundo (no caso de se permitirem, como é o caso, contribuições diferidas)³⁷. Obrigando-se a contribuir, têm de cumprir. A sociedade gestora, no interesse da coletividade dos participantes, deve reunir os meios económicos que lhe permitam o desenvolvimento da política de investimentos prevista no regulamento de gestão do fundo.

Em ordem a assegurar que os participantes num organismo de investimento coletivo cumprem, pois, a sua principal obrigação, que é a da realização da entrada a que se vincularam, a lei prevê várias medidas. O seu inadimplemento acarreta, com efeito, consequências gravosas que, todavia, não se produzem imediatamente. Na verdade, a lei rodeia esta situação patológica da vida de um fundo de capital de risco de diversas cautelas que visam permitir aos participantes o cumprimento das obrigações em falta. Assim, ainda que a obrigação de entrada tenha prazo certo, fixado no regulamento de gestão do fundo, o titular de unidades de participação só entra em mora após ter sido interpelado pela sociedade gestora que lhe deverá conceder um prazo entre 15 e 60 dias para o cumprimento (art. 28.º, n.ºs 1 e 2, da Lei n.º 18/2015). Diversamente do Direito das Obrigações, em que apenas as obrigações sem prazo requerem a interpelação para se considerarem vencidas - entrando o devedor em mora, nas obrigações com prazo, sempre que se esgota o prazo previsto para o cumprimento sem que este tenha lugar -, relativamente às

³⁷ A propósito das sociedades comerciais, cf. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social*, Coimbra Editora, 1998, p.67-68.



entradas, o participante só entra em mora após ser expressamente interpelado para o efeito, ainda que o próprio regulamento de gestão fixe a data limite de realização do capital. Segundo o n.º 3 do preceito do art. 28.º da Lei n.º 18/2015, aos titulares de unidades de participação que se encontrem em mora quanto à obrigação de realizar entradas não podem ser pagos rendimentos ou entregues outros ativos do fundo, sendo tais valores utilizados, enquanto a mora se mantiver, para compensação da entrada em falta. Nos termos do n.º 4, não podem participar nem votar nas assembleias de participantes, inclusivamente através de representante, os titulares de unidades de participação que se encontrem em mora quanto à obrigação de realizar entradas. Por fim, de acordo com o n.º 5, a não realização das entradas em dívida nos 90 dias seguintes ao início da mora implica a perda, a favor do fundo, das unidades de participação em relação às quais a mora se verifique, bem como das quantias pagas por sua conta³⁸. Daqui resulta que, iniciada a mora, a lei prevê ainda a fixação de um novo prazo, de natureza admonitória ou cominatória: trata-se de uma cautela justificada pelo regime expedito então estabelecido (o da perda das unidades de participação e do capital investido), cujos efeitos se produzem sem necessidade de qualquer ação executiva³⁹. Uma vez decorrido o prazo suplementar sem que o devedor cumpra, não só a mora se converte automaticamente em incumprimento definitivo, como também automaticamente, e por economia de meios, opera uma espécie de "resolução legal", uma vez que não tem uma base ex

³⁸ Cf. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra, 2009, p.244 e ss.

³⁹ Cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, II, Almedina, Coimbra, 2006, p.561.



voluntate. A esta solução subjaz, naturalmente, a gravidade da violação contratual e a relevância do incumprimento em causa, atendendo às consequências do inadimplemento para o credor e também para os restantes participantes no organismo de investimento coletivo de capital de risco. Não permitiu assim a lei a subsistência do vínculo contratual entre os participantes inadimplentes e a sociedade gestora. O legislador visou, além do mais, evitar que a sociedade gestora que não tivesse perdido o interesse na prestação ficasse indefinidamente adstrita às relações obrigacionais que a ligavam aos participantes incumpridores, podendo tal indeterminação acarretar consequências nefastas para a parte adimplente e para os restantes participantes no fundo de capital de risco.

A lei libertou, pois, a sociedade gestora dos vínculos contratuais de administração e investimento que mantinha com os participantes faltosos, evitando deste modo que aquela ficasse exposta ao risco da espera do cumprimento com a subsistência desse mesmo contrato, eliminando igualmente as desvantagens que daí poderiam advir para os restantes titulares de unidades de participação.

5.3. A indemnização da sociedade gestora pelo interesse contratual positivo

Trata-se agora do cálculo da indemnização devida à sociedade gestora associada à "resolução legal" dos contratos de administração e investimento por não cumprimento dos participantes. Essa indemnização deverá corresponder ao interesse contratual positivo ou interesse no cumprimento, visando colocar a



sociedade gestora (contraente lesado) na situação em que estaria se os contratos tivessem sido cumpridos. A conexão entre o fundamento da responsabilidade civil do devedor (o não cumprimento) e a medida do dano segundo o art. 798.º do Cód. Civil conduz, nos termos gerais, ao ressarcimento correspondente ao interesse no cumprimento uma vez que se trata de um caso de responsabilidade contratual. A sociedade gestora deve ser compensada de todo o dano sofrido. Tendo a responsabilidade civil uma função essencialmente reparadora, a medida da indemnização não deverá ser inferior à do dano.

O elemento gramatical da interpretação da lei⁴⁰ aponta no sentido da cumulação da resolução com a indemnização pelo interesse contratual positivo. Outro sentido não encontra apoio ou correspondência nas palavras da lei. Conforme o art. 798.º do Cód. Civil, "*o devedor que falta culposamente ao cumprimento da obrigação torna-se responsável pelo prejuízo que causa ao credor*". Por seu turno, o art. 801.º, n.º 2, do mesmo corpo de normas, estabelece a independência entre o direito ao ressarcimento do credor e a resolução do contrato. Acresce que, para o cálculo do *quantum* indemnizatório relevam os preceitos dos arts. 562.º e 566.º, n.º 2 (dano patrimonial), do Cód. Civil. Em nenhuma destas normas se encontra, pois, qualquer restrição do ressarcimento do credor que resolve o contrato⁴¹.

⁴⁰ Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 1994, p.181-182.

⁴¹ Cf. PAULO MOTA PINTO, *Indemnização e Resolução do Contrato por não Cumprimento*, in *Cadernos de Direito Privado*, 02, Dezembro 2012, p.77-78. Veja-se também o mesmo autor a propósito do elemento histórico (e da sua



Por seu lado, o elemento racional ou teleológico, o espírito da lei (*ratio legis*)⁴² corrobora esse mesmo sentido, pois a possibilidade de o credor adimplente exigir uma indemnização pelo interesse no cumprimento, em caso de resolução por não cumprimento, permite evitar um desequilíbrio do vínculo contratual em consequência do incumprimento⁴³.

Lançando mão do elemento sistemático da interpretação da lei⁴⁴, poderá dizer-se que nos arts. 801.º, n.º 2, e 802.º, n.º 1, do Cód. Civil, o credor é indemnizado pelos danos sofridos e que o modo de cálculo da indemnização apenas mediatamente depende de o contrato ter ou não sido resolvido⁴⁵. Assim, a consideração de lugares paralelos (disposições legais que regulam problemas

inconcluída no caso concreto) da interpretação da lei (história evolutiva, trabalhos preparatórios, etc.).

⁴² Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 1994, p.183.

⁴³ Cf. PAULO MOTA PINTO, *Indemnização e Resolução do Contrato por não Cumprimento*, in *Cadernos de Direito Privado*, 02, Dezembro 2012, p.92.

⁴⁴ Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 1994, p.183.

⁴⁵ Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *A Resolução por Incumprimento e a Indemnização*, 1982, in *Obra Dispersa, Volume I, Scientia Iuridica*, Braga, 1991, p.175 e ss; JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Pressupostos da resolução por incumprimento*, 1979, in *Obra Dispersa, Volume I, Scientia Iuridica*, Braga, 1991, p.178; JORGE RIBEIRO DE FARIA, *A Natureza do Direito de Indemnização Cumulável com o Direito de Resolução dos Arts. 801.º e 802.º do Código Civil*, in *Direito e Justiça*, Volume VIII, 1994, Tomo I, p.81 e ss; *A Natureza da Indemnização no Caso de Resolução do Contrato. Novamente a Questão*, in *Estudos em Comemoração dos Cinco Anos (1995-2000) da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, p.40 e ss; PEDRO ROMANO MARTINEZ, *Da Cessação do Contrato*, Almedina, Coimbra, 2005, p.206.



normativos paralelos) - arts. 802.º, n.º 1⁴⁶, 1223.º, 898.º, *in fine*, *a contrario*, 908.º, *a contrario*, do Cód. Civil, e arts. 102.º, n.º 3, al d), e 103.º, n.º 1, al b) do CIRE - conduz ao mesmo resultado⁴⁷.

A possibilidade de cumular a indemnização pelo interesse contratual positivo com a resolução do contrato, além de encontrar apoio crescente na doutrina portuguesa, tem sido defendida no plano internacional⁴⁸.

Depois, compete ao contraente lesado escolher entre exercer o direito potestativo de resolução, desvinculando-se do contrato, ou mantê-lo, realizando a contraprestação; neste caso, não poderia ser negada ao credor a indemnização pelo interesse contratual positivo. Ora esta via, denominada como sub-rogação, põe em causa a tese da indemnização pelo interesse contratual negativo.

No caso em apreço, à sociedade gestora não assistiu a

⁴⁶ O art. 802.º, n.º 1, do Cód. Civil, a respeito da impossibilidade parcial imputável ao devedor, estabelece que a resolução pode ser cumulada com a indemnização, sem distinguir o modo de cálculo da indemnização conforme o contrato tenha ou não sido resolvido. Não pode admitir-se que o credor que resolve o contrato fique em situação menos favorável do que aquele que exige a redução da contraprestação no que toca ao ressarcimento dos prejuízos.

⁴⁷ Cf. PAULO MOTA PINTO, *Indemnização e Resolução do Contrato por não Cumprimento*, in *Cadernos de Direito Privado*, 02, Dezembro 2012, p.80.

⁴⁸ Na Convenção de Viena sobre os Contratos de Venda Internacional de Mercadorias, dos Princípios UNIDROIT sobre Contratos Comerciais Internacionais, dos Princípios do Direito Europeu dos Contratos e da Proposta da União Europeia de um Regime Europeu Comum para a Compra e Venda. Cf. PAULO MOTA PINTO, *Indemnização e Resolução do Contrato por não Cumprimento*, in *Cadernos de Direito Privado*, 02, Dezembro 2012, p.70-71; PEDRO ROMANO MARTINEZ, *Da Cessação do Contrato*, Almedina, Coimbra, 2005, p.210.



possibilidade de escolher entre a desvinculação e a manutenção dos contratos de administração e investimento, porquanto a "resolução" se produziu *ex lege, ex vi* do art. 21.º, n.º 5, do DL n.º 375/2007, que corresponde ao art. 28.º, n.º 5, da Lei n.º 18/2015. Com efeito, as regras relativas ao não cumprimento culposo encontram-se plasmadas nas disposições dos arts. 798.º e 799.º do Cód. Civil. Em caso de inadimplemento, independentemente da responsabilidade pelo prejuízo, o credor pode optar pela realização coativa da prestação se pretender manter o contrato. No caso de não ter interesse na sua subsistência, pode resolvê-lo. Porém, a sociedade gestora não pode, *in casu*, escolher entre a subsistência e a insubsistência dos contratos celebrados com os participantes faltosos.

Se não pode optar entre a manutenção e a cessação dos contratos de administração e investimento, nunca a sociedade gestora incorreria em qualquer contradição, por força da eficácia retroativa, muito frequentemente, associada à resolução⁴⁹, ao pedir

⁴⁹ A propósito da retroatividade, a resolução pode não ter este tipo de eficácia, ou porque o contrato é de execução continuada ou periódica (art. 434.º, n.º 2, do Cód. Civil) ou porque a retroatividade contraria a vontade das partes ou a finalidade da resolução (art. 434.º, n.º 1, *in fine*, do Cód. Civil). A retroatividade não é, pois, uma consequência forçosa da resolução, conhece limites. O próprio fundamento do direito de resolução no não cumprimento do contrato implica uma restrição incondicional da retroatividade. Também a finalidade da resolução reclama alguma restrição da retroatividade, pois trata-se de reagir a um incumprimento, afastando os seus efeitos do sinalagma contratual. Na medida em que o seu fundamento é o não cumprimento pelo devedor e porque visa reagir contra esse não cumprimento, a resolução não prejudica a indemnização ao credor pelo interesse no cumprimento. Cf. PAULO MOTA PINTO, *Indemnização e Resolução do Contrato por não Cumprimento*, in *Cadernos de Direito Privado*,



uma indemnização pelos prejuízos decorrentes do não cumprimento. A retroatividade da resolução, segundo parte da doutrina, tornaria objetivamente contraditório o aparecimento de uma pretensão indemnizatória pelo interesse no cumprimento fundada num contrato que foi destruído. Todavia, para além de outras considerações, não foi a sociedade gestora que optou por destruir o contrato, não podendo por isso essa mesma doutrina dizer que esse mesmo credor intenta agora incoerentemente fazê-lo valer por via indemnizatória.

Em causa está uma "resolução" *ex lege*, *ex vi* do art. 28.º n.º 5, da Lei n.º 18/2015. Não se trata de um caso de verdadeira e própria resolução. A cessação dos contratos em apreço não correspondeu ao exercício de um direito potestativo. A resolução em sentido próprio não é automática, corresponde a uma dissolução voluntária do vínculo, em que uma das partes, querendo, faz cessar o contrato. No caso concreto, foi irrelevante a vontade da sociedade gestora, os contratos cessaram *ope legis*, referindo-se uma "resolução legal ou de direito"⁵⁰. Com efeito, a resolução pressupõe sempre uma

02, Dezembro 2012, p.87,89. Tendo a resolução, em certos casos, eficácia *ex nunc*, não se verifica uma total dissolução do vínculo, pelo que o efeito extintivo origina uma relação de liquidação. Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *A Resolução por Incumprimento e a Indemnização*, in *Obra Dispersa*, Volume I, Scientia Iuridica, Braga, 1991, p.210 e ss; PEDRO ROMANO MARTINEZ, *Da Cessação do Contrato*, Almedina, Coimbra, 2005, p.205.

⁵⁰ Cf. FRANCESCO GALGANO, *Diritto Civile e Commerciale*, Volume 2.º, *Le Obbligazioni e i Contratti*, Tomo 1.º, *Obbligazioni in Generale, Contratti in Generale*, Pádua, 1999, p.511 e ss.



declaração de vontade no sentido de fazer extinguir o vínculo⁵¹, é uma modalidade de extinção do contrato *ex voluntate*, não funciona *ipso facto*⁵². Funda-se num direito potestativo. Esta "resolução legal" é também despojada de eficácia retroativa, porquanto os contraentes incumpridores perdem as unidades de participação e o capital investido a favor do fundo. Acresce que a resolução não é aqui repressinatória, não se destina a colocar o credor lesado no *status quo ante*. Daí também a falta de qualquer contradição da sociedade gestora: de um lado, a resolução não produz efeitos *ex tunc* e, de outro lado, as unidades de participação e o capital investido não revertem para o credor, mas para o fundo.

Nesta sede, deve ainda levar-se em linha de conta que a extinção do vínculo contratual se não confunde com a reparação dos danos, que têm requisitos e finalidades diversas⁵³. A lei - no art. 28.º, n.º 5, da Lei n.º 18/2015 - libertou a sociedade gestora dos contratos a que se encontrava vinculada, mas certamente que não a quis privar da possibilidade de exigir o ressarcimento correspondente ao interesse positivo no cumprimento, de exigir a indemnização pelo lucro dos contratos: remuneração fixa ou *ongoing* (art. 33.º, al a), da Lei n.º 18/2015) de um lado e, de outro, remuneração variável ou *carried interest* (art. 33.º, al b), da Lei n.º 18/2015). Enquanto a primeira visa remunerar a sociedade gestora pelos serviços

⁵¹ Cf. FRANCESCO GALGANO, *Diritto Civile e Commerciale*, Volume 2.º, *Le Obbligazioni e i Contratti*, Tomo 1.º, *Obbligazioni in Generale, Contratti in Generale*, Pádua, 1999, p.511 e ss..

⁵² Cf. PEDRO ROMANO MARTINEZ, *Da Cessação do Contrato*, Almedina, Coimbra, 2005, p.75.

⁵³ Defendendo a teoria atenuada da diferença, cf. LUÍS M. TELLES DE MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, Vol. II, Almedina, Coimbra, 2005, p.262.



prestados, pois conforme cláusulas usualmente adotadas pelo regulamento de gestão neste tipo de organismos de investimento coletivo, pelo exercício da sua atividade, a sociedade gestora cobrará, *v.g.*, uma determinada comissão anual – *v.g.*, de 2,0% - sobre o capital total subscrito do fundo⁵⁴, a segunda, também de acordo o que constitui a *praxis*, corresponde, *v.g.*, a 20% do resultado líquido realizado pelo fundo durante toda a sua vida útil, desde que a totalidade das unidades de participação emitidas (A e B) apresentem uma taxa interna de rendibilidade anual igual ou superior a certo valor percentual – *v.g.*, a 7% - (*hurdle rate* ou *return* ou *preferred return*). A remuneração variável reveste-se de grande relevância para qualquer sociedade gestora de um fundo de capital de risco, dizendo respeito ao incremento do valor dos investimentos

⁵⁴ Note-se que, via de regra, de acordo com as cláusulas normalmente adotadas no regulamento de gestão deste tipo de organismos de investimento coletivo, caberá à sociedade gestora suportar uma multiplicidade de custos e despesas, nomeadamente os custos relacionados com seguros de responsabilidade profissional, todos os custos gerais e custos de operatividade da sociedade gestora, designadamente despesas e custos com a remuneração dos seus colaboradores, rendas e custos de funcionamento de instalações, despesas recuperadas de participadas ou de outras entidades em que o fundo investiu ou se propõe fazer um investimento ou custos com quaisquer outros consultores externos relativamente a serviços que a Sociedade Gestora tenha acordado prestar ao Fundo. Estes custos e despesas acarretadas pela gestão em sentido amplo, assumidas com base em critérios de racionalidade económica da sociedade gestora, não diminuem com a redução do número de participantes implicada pelo incumprimento definitivo dos participantes faltosos da sua obrigação de entrada e consequente "resolução" *ope legis* dos contratos de administração e investimento. Verifica-se assim a perda da possibilidade de obter a compensação económica que sempre existiria se os contratos tivessem sido cumpridos pelos participantes.



que essa entidade logra obter. Funciona igualmente como estímulo da maximização da boa *performance*, assim como prémio pela aptidão revelada e pelos esforços intensamente empreendidos durante um longo período de tempo na seleção, gestão e valorização da carteira de investimentos. Ao inadimplirem definitivamente as suas obrigações de entrada, os participantes retiraram à sociedade gestora a possibilidade de obter a remuneração variável, traduzida no rendimento especial inerente à titularidade das unidades de participação categoria A, correspondente aos investimentos projetados com base no capital subscrito. Com efeito, aquele incumprimento correspondeu a uma redução do fundo, o que implica, naturalmente, a realização de menos ou de diferentes investimentos e a obtenção de uma rendibilidade inferior àquela que se auferiria se o capital do fundo se tivesse mantido intangível. A sociedade gestora tem pois direito a que os participantes faltosos a indemnisem pelo lucro dos contratos celebrados, que lhe seja reconhecido o que lhe é atribuído pelo direito: a remuneração fixa (até à extinção do fundo) e a variável. A sociedade gestora, tendo direito ao interesse no cumprimento, pode exigir ser colocada na situação em que estaria se os participantes tivessem cumprido as suas obrigações de entrada. Mesmo que o alcance da obrigação de pagamento da remuneração variável, por parte dos participantes, se não possa, *cum summo rigore*, considerar ainda conhecido.

Certamente que na racionalidade da solução consagrada no art. 28.º, n.º 5, da Lei n.º 18/2015, a lei não quis privar a sociedade gestora, o contraente fiel, do incremento patrimonial adquirido com os contratos (que os participantes faltosos incumpriram). A lei pretendeu apenas e tão-somente que a sociedade gestora não



ficasse exposta ao risco da manutenção do contrato, que não tivesse de aceitar esse risco para não renunciar ao lucro do contrato, assim como teve em vista a tutela dos restantes participantes no fundo.

Acresce que, no caso em apreço, de um lado, a sociedade gestora não retira quaisquer vantagens da cessação dos contratos que não tivesse conseguido com o seu cumprimento e, de outro, não liberta qualquer capacidade de prestar ou possibilidade de celebrar negócios substitutivos, assim como não realiza qualquer poupança de despesas ou custos (operacionais e de gestão em sentido amplo) que se mantêm *qua tale*. Não tem assim lugar nem a *compensatio lucri cum damno* (compensação entre benefícios e perdas), nem a *compensatio damni cum lucro* (compensação entre perdas e benefícios).

Os participantes faltosos incumpriram o programa contratual por circunstâncias a si exclusivamente imputáveis. A resolução *ex lege, ex vi* do art. 28.º, n.º 5, da Lei n.º 18/2015, independentemente da (in)existência de culpa e de dano, libertou, com efeitos *ex nunc*, a sociedade gestora dos contratos de administração e investimento que celebrou com esses participantes. A indemnização, que tem naturalmente fins ressarcitórios, pressupondo a culpa, visa compensar os prejuízos⁵⁵ sofridos pela sociedade gestora. O incumprimento é um ato ilícito e culposo, que determina a responsabilidade pelos prejuízos causados. O não cumprimento definitivo insere-se numa situação de responsabilidade contratual do devedor. Se a prestação não foi definitivamente cumprida, parte-se do pressuposto de que o devedor atuou ilícita e culposamente

⁵⁵ Cf. PAULO MOTA PINTO, *Indemnização e Resolução do Contrato por não Cumprimento*, in *Cadernos de Direito Privado*, 02, Dezembro 2012, p.89.



(ainda que a culpa seja presumida - art. 799.º, n.º 1, do Cód. Civil) causando danos ao credor. O devedor terá de indemnizar o credor por não ter cumprido (definitivamente) a prestação a que se encontrava adstrito pois, de acordo com o art. 798.º do Cód. Civil, o devedor "*torna-se responsável pelo prejuízo que causa ao credor*" com o incumprimento definitivo. Verifica-se o incumprimento definitivo quando a prestação não foi realizada e já não pode vir a sê-lo. Conforme o art. 808.º, n.º 1, do Cód. Civil, decorreu, no caso *sub judice*, o prazo admonitório de cumprimento estabelecido, não pelo *accipiens*, mas pela lei. Porquanto a resolução, *ex voluntate* ou *ex lege*, encontra o seu fundamento no não cumprimento pelos participantes e visa reagir contra esse mesmo não cumprimento, não preclui a indemnização à sociedade gestora pelo interesse no cumprimento. A cessação dos contratos não impede que a sociedade gestora - que, de resto, não os resolveu, antes se deparou com contratos "resolvidos" *ope legis* - adquira, através da indemnização, o mesmo valor que teria podido obter com o cumprimento, e que lhe era devido⁵⁶. Outra solução não acautelaria adequadamente o crédito, o contrato, o desenvolvimento da economia e, no caso em apreço, o funcionamento dos organismos de investimento coletivo de capital de risco.

Impõe-se assim tutelar o interesse da sociedade gestora na obtenção dos benefícios que o cumprimento dos contratos lhe deveria proporcionar. Por fim, a resolução desses mesmos contratos, *ex voluntate* ou *ex lege*, é um meio de tutela do credor

⁵⁶ Cf. PAULO MOTA PINTO, *Indemnização e Resolução do Contrato por não Cumprimento*, in *Cadernos de Direito Privado*, 02, Dezembro 2012, p.89; NUNO PINTO DE OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, p.890.



mais amplo⁵⁷.

Recorde-se que, de acordo com o art. 1156.º do Cód. Civil, as disposições sobre o mandato se aplicam, com as devidas adaptações, ao contrato de prestação de serviço e, por isso, aos contratos de administração e investimento *sub judice*. Conforme o art. 1172.º, al c), do mesmo corpo de normas, o mandante que revogar o contrato deve indemnizar o mandatário do prejuízo que este sofrer se se tratar de mandato oneroso, "*sempre que o mandato tenha sido conferido por certo tempo ou para determinado assunto*". Note-se que o "mandato" em apreço é exercido pela sociedade gestora a título profissional. O mandante é obrigado a ressarcir os danos causados, a repor o equilíbrio contratual, a restaurar aquela repartição de bens desejada pelas partes na disciplina das suas relações⁵⁸, sendo esses prejuízos calculados justamente em função da remuneração que o contrato permitiria ao mandatário auferir⁵⁹.

Se, com fundamento na prática de um facto lícito - pois que o art. 1170.º, n.º 1, do Cód. Civil, estabelece o princípio da livre

⁵⁷ Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, "Pressupostos da resolução por incumprimento", 1979, in *Obra Dispersa*, Volume I, Scientia Iuridica, Braga, 1991, p.183.

⁵⁸ Cf. PAULO MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra 2008, p.541.

⁵⁹"Quando o mandato se integra numa destas espécies, o mandatário detém uma forte expectativa na permanência da relação contratual até final e na obtenção de uma determinada retribuição global. É, assim, de toda a justiça que o mandante que põe cobro às expectativas da permanência do vínculo, indemnize o mandatário pelos prejuízos sofridos". Cf. MANUEL JANUÁRIO DA COSTA GOMES, *Em Tema de Revogação do Mandato Civil*, Almedina, Coimbra, 1989, p.272. O art. 245.º do Cód. Comercial prevê o mandato comercial.



revogabilidade do mandato -, o mandante é obrigado a ressarcir a outra parte nos moldes referidos, por maioria de razão, *a fortiori*, o deve ser quando o incumprimento definitivo (um facto ilícito e culposo) das suas obrigações desencadeia a "resolução" automática do art. 28.º, n.º 5, da Lei n.º 18/2015 Efetivamente, mais fortes motivos exigem ou justificam aquele regime. O preceito da al c) do art. 1172.º revela a ponderação dos diversos interesses contemplados (do mandante e do mandatário), o peso relativo desses interesses: a lei tutelou o interesse do mandatário na obtenção da remuneração que o contrato lhe permitiria alcançar. Esta norma serve de ponto de referência para definir o alcance da tutela da sociedade gestora no caso *sub judice*.

Considere-se também que, em caso de "afastamento sem justa causa" da sociedade gestora das suas funções no X - FCR, de acordo com o que é comum estabelecer no regulamento de gestão, aquela manteria todos os direitos e participações de natureza económica de que é titular, nomeadamente o direito a receber as prestações relativas à remuneração de gestão durante três anos após a cessação das suas funções. Esta é uma das cláusulas dos contratos de administração e investimento em apreço e, de resto, frequentemente adotada no âmbito dos organismos de investimento coletivo de capital de risco.

Por último, enquanto organismo de investimento coletivo de capital de risco, o X - FCR é um fundo fechado (art. 3.º, n.º 2, da Lei n.º 18/2015), *i.e.*, um organismo de investimento coletivo alternativo fechado⁶⁰. Com o incumprimento definitivo das

⁶⁰ Pode dizer-se que o art. 2.º, al (z), aa), i) e ii), da Lei n.º 16/2015, cinde o conceito de organismo de investimento coletivo em organismos de investimento



obrigações de entrada, por parte dos participantes faltosos, o seu capital ficou reduzido, não podendo a sociedade gestora promover a subscrição de novas unidades de participação para recolher capital junto de novos investidores.

Em suma: quanto à remuneração fixa, o prejuízo da sociedade gestora é certo. No que toca à remuneração variável, a certeza do prejuízo baseia-se na evolução normal (e, por isso, provável) dos acontecimentos.

6. A aplicabilidade do regime do negócio condicional aos contratos celebrados entre os participantes e a sociedade gestora

Poderá ponderar-se, ainda em sede de apreciação do direito à remuneração variável por parte da sociedade gestora, a aplicação do regime do negócio condicional ao negócio aleatório ou de resultado aleatório, justamente em virtude da similitude de interesses manifestada na incerteza do eventual, na integração da

coletivo em valores mobiliários e organismos de investimento alternativo. Todos os organismos de investimento coletivo que não pertençam à primeira categoria serão subsumidos à segunda.

Conforme o art. 10.º, n.º 3, do mesmo diploma legal, *“As unidades de participação de organismos de investimento coletivo fechados não podem ser objeto de resgate, salvo o disposto no n.º 2 do artigo 62.º”*. Nos fundos de capital de risco, de acordo com o art. 38.º, n.º 3, da Lei n.º 18/2015, *“Os participantes que votarem contra a prorrogação podem solicitar o resgate das unidades de participação”*.



incerteza e do futuro na economia do programa contratual.

O nosso ordenamento jurídico não consagra, com efeito, uma disciplina para os contratos aleatórios ou de resultado aleatório⁶¹.

Conforme referido *supra*, os contratos celebrados entre os participantes e a sociedade gestora são contratos de resultado aleatório e, por conseguinte, não são contratos condicionais⁶². Não se trata de contratos em que um dos seus efeitos, o direito à retribuição variável da sociedade gestora, se encontre suspenso - condicionalidade parcial. O (in)sucesso dos investimentos e desinvestimentos efetuados e a efetuar pela sociedade gestora - evento futuro e incerto - é considerado pelas partes no âmbito da regulamentação contratual para a realização de interesses internos dos próprios negócios. Aquele (in)sucesso não assume, por isso, o carácter externo que, de acordo com a doutrina dominante, caracteriza os negócios condicionais⁶³.

⁶¹ O Cód. Civil prevê apenas o contrato de renda vitalícia (arts. 1238.º e ss), o contrato de jogo e aposta (arts. 1245.º e ss) e o contrato de compra e venda de bens de existência ou titularidade incerta (art. 881.º).

⁶² Não curamos, nesta sede, da querela respeitante à questão de se saber se a categoria do contrato aleatório deve ou não verter-se naquela do negócio condicional. No sentido da inclusão do contrato aleatório na categoria do contrato condicional, cf. MANUEL JESÚS DÍAS GÓMEZ, *El contrato aleatorio*, Universidade de Huelva Publicaciones, Granada, 2004, p.37, onde o autor afirma que "...poderão ser-lhes aplicáveis, em geral, as disposições legais reguladoras dos contratos condicionais". Discordando dessa assimilação, cf. ANA ISABEL AFONSO, *A Condição, Reflexão Crítica em torno de subtipos de compra e venda*, Universidade Católica Editora - Porto, 2014, p.96.

⁶³ Cf. ANA ISABEL AFONSO, *A Condição, Reflexão Crítica em torno de subtipos de compra e venda*, Universidade Católica Editora - Porto, 2014, p.90-91.



A obtenção de uma taxa interna de rendibilidade anual, pela totalidade das unidades de participação emitidas (categorias A e B), igual ou superior a determinado valor percentual – *v.g.*, a 7% - seria assim um pressuposto de exigibilidade dessa remuneração, nos termos do regulamento de gestão.

O direito ao pagamento da remuneração variável depende do êxito da atividade desenvolvida pela sociedade gestora. Em geral, o regulamento de gestão estabelece que apenas será devida a remuneração variável desde que a totalidade das unidades de participação emitidas (A e B) apresentem uma taxa interna de rendibilidade anual igual ou superior a determinado valor percentual – *v.g.*, a 7%. Nesse caso, os titulares das unidades de participação da categoria A terão direito a um rendimento especial correspondente a certo valor percentual – *v.g.*, a 20% - do resultado líquido realizado pelo fundo durante toda a sua vida útil. Poderá até colocar-se a questão de não ser apenas a determinação do montante da remuneração, mas o próprio direito à remuneração que fica subordinado à verificação do facto futuro e incerto da obtenção de uma taxa interna de rendibilidade anual igual ou superior a dado valor percentual – *v.g.*, a 7% - pela totalidade das unidades de participação. Trata-se, em todo o caso, de contratos de resultado aleatório, porquanto a remuneração variável da sociedade gestora depende dos resultados obtidos. A compensação da sua *performance* reveste-se de carácter aleatório⁶⁴.

Mediante a celebração dos contratos de administração e

⁶⁴ Cf. ANA ISABEL AFONSO, *A Condição, Reflexão Crítica em torno de subtipos de compra e venda*, Universidade Católica Editora - Porto, 2014, p.96.



investimento, os participantes prometeram à sociedade gestora uma remuneração variável, traduzida no rendimento especial inerente às unidades de participação da categoria A de que aquela, e só aquela, é titular. Essa promessa é incondicional e plenamente eficaz, apenas o seu cumprimento se encontra dependente da obtenção da mencionada taxa interna de rendibilidade anual pela totalidade das unidades de participação. Os participantes sabem que estão vinculados. Não pode, por isso, falar-se, *cum summo rigore*, de condição - se o facto aleatório não for, naturalmente, considerado condição em sentido próprio. A incerteza verifica-se em relação aos efeitos económicos e não aos efeitos jurídicos dos contratos em apreço⁶⁵.

Todavia, na medida em que tanto nos negócios condicionais como nos negócios aleatórios ou de resultado aleatório, as partes integram, ao abrigo do princípio da autonomia privada, a incerteza e o futuro nas respetivas relações negociais, poderá preconizar-se a aplicação do regime jurídico dos primeiros aos segundos.

Assim, segundo o art. 275.º, n.º 2, do Cód. Civil, “*se a verificação da condição for impedida, contra as regras da boa fé, por aquele a quem prejudica, tem-se por verificada; (...)*”⁶⁶. Ora os participantes faltosos não se mantiveram fiéis aos vínculos assumidos, à vontade contratual como que de remeter a eficácia das suas obrigações contratuais para a incerteza da evolução do programa de investimentos e desinvestimentos a cumprir pela sociedade gestora. A lei impõe então que se tenha por verificada uma evolução

⁶⁵ Assim como tem lugar a assunção de um risco contratual.

⁶⁶ Não analisamos, nesta sede, o carácter excepcional da norma em apreço nem o alcance da máxima *singularia non sunt extendenda*.



positiva desse programa, conforme ao expectável.

O legislador recorre, nesta sede, à técnica legislativa da ficção (*fictio iuris*): “*assimilação fictícia de duas realidades factuais diferentes, para o efeito de as sujeitar ao mesmo regime jurídico*”⁶⁷. Tudo se passa como se o facto – o sucesso dos investimentos e dos desinvestimentos, da totalidade do capital subscrito, deduzido dos encargos do fundo nos termos do regulamento de gestão, realizados e a realizar pela sociedade gestora (em que os participantes faltosos deixaram de acreditar, pois que *prima facie*, tudo indica que perderam o interesse na participação no X – FCR) -, tivesse ocorrido, como se a totalidade das unidades de participação emitidas tivesse alcançado uma taxa interna de rendibilidade anual igual ou superior a certo valor percentual – *v.g.*, a 7%. A lei assume a grande probabilidade de verificação do evento futuro e incerto sem o comportamento do sujeito que a impediu. Elimina a incerteza, considerando a condição como verificada. Como que precludindo a verificação da condição, comprometendo a obtenção da remuneração variável que era devida à sociedade gestora, o incumprimento dos participantes faltosos deu lugar ao ressarcimento do prejuízo pelo interesse positivo.

Se um sujeito celebra um negócio condicional, não é lícito que venha ulteriormente pôr em causa o vínculo assumido, mediante uma conduta que deslealmente impeça a verificação da condição, violando uma obrigação contratualmente estabelecida⁶⁸.

Os participantes faltosos tinham consciência de que a sua

⁶⁷ Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 1994, p.108.

⁶⁸ Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *A cláusula do razoável*, in RLJ, 119, p.261 e ss.



conduta não era coerente com a lealdade aos contratos de administração e investimento celebrados com a sociedade gestora (art. 275.º, n.º 2)⁶⁹, agindo em desconformidade com os ditames da boa fé.

Consubstanciando-se o incumprimento dos participantes faltosos numa redução do capital do fundo de capital de risco, a sociedade gestora terá de proceder a menos ou a diferentes investimentos. A taxa interna de rendibilidade anual da totalidade das unidades de participação corresponderá, por conseguinte, a um valor inferior àquele que lhe respeitaria se o capital do fundo se tivesse mantido intangível. O mesmo sucederá com a retribuição variável da sociedade gestora.

Deverão, por isso, esses participantes, arcar com os efeitos da verificação ficcionada do evento futuro e incerto – a evolução no sentido positivo dos investimentos e desinvestimento realizados e a realizar pela sociedade gestora e proceder à sua remuneração como se o capital do fundo não tivesse sido ilicitamente despojado do valor do capital subscrito e não realizado.

Na verdade, esses participantes, incumprindo definitivamente os contratos celebrados, fundaram a sua cessação *ope legis* e privaram a sociedade gestora de auferir a remuneração correspondente aos investimentos projetados. E, por isso, têm de ressarcir a sociedade gestora pelo interesse no cumprimento que abrange o direito à remuneração variável inerente à rendibilidade que resultaria daquele capital que seria investido se esses participantes

⁶⁹ Cf. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *A cláusula do razoável*, in RLJ, 119, p.263.



houvessem cumprido a sua obrigação de entrada⁷⁰.

Maria João Romão Carreiro Vaz Tomé

⁷⁰ Se assim não fosse, como hipótese académica, poderia, em último recurso, ponderar-se, a constituição de um depósito *escrow*, com função de garantia, em benefício da sociedade gestora, para assegurar o cumprimento da obrigação de indemnizar dos participantes perante aquela pelo lucro do contrato no que respeita à remuneração variável, tendo em vista acautelar justamente o efeito útil da situação futura configurada pelas partes. Efetivamente, a pendência da condição (período que decorre entre a celebração do negócio e a verificação ou não verificação do evento condicionante: *condicio pendet*) é já uma fase dotada de consistência jurídica. Segundo o art. 273.º do Cód. Civil, as partes podem praticar todos os atos tendentes à conservação do seu direito e assegurá-lo por via de garantia real ou pessoal. Atendendo à *ratio legis* desta norma, o conceito de ato conservatório compreende qualquer medida que se afigure necessária para a conservação material e jurídica do objeto da prestação, assim como qualquer medida destinada a impedir que sobrevenha a impossibilidade de a cumprir. Por isso, o depósito *escrow* do montante correspondente à remuneração variável previsível, em benefício da sociedade gestora, desempenharia uma função de garantia do cumprimento da obrigação dos participantes perante aquela. Cf. ANA AFONSO, *Anotação ao Artigo 273.º*, in *Comentário ao Código Civil*, Parte Geral, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2014, p.670.