

APONTAMENTOS SOBRE O REGIME GERAL DOS ORGANISMOS DE INVESTIMENTO COLETIVO

Apontamentos sobre o regime geral dos organismos de investimento coletivo

Os regimes jurídicos dos organismos de investimento coletivo e dos fundos de investimento imobiliário foram objeto de uma revisão profunda no contexto da transposição parcial para o Direito português da Diretiva n.º 2011/61/UE, conforme alterada, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo, operada através da Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, que aprova o regime geral dos organismos de investimento coletivo que unifica assim aqueles dois regimes num diploma único. As alterações a estes regimes são múltiplas, algumas por imposição comunitária decorrente da referida transposição, outras por opção do legislador nacional. Neste artigo destacamos apenas algumas das alterações mais significativas.

Notes on the general framework applicable to collective investment schemes

The legal frameworks applicable to collective investment schemes and real estate investment funds were subject to an extensive review in the context of the incorporation into Portuguese law of Directive 2011/61/EU, as amended, on alternative investment fund managers, enacted by Law no. 16/2015, of 24 February, which approves the general framework applicable to collective investment schemes, consolidating the two former regimes in one single framework. The amendments to these regimes are multiple, some stemming from an imposition of EU law, others by choice of the national lawmaker. In this article we will address only some of the more significant changes.

PALAVRAS CHAVE

Lei 16/2015, Organismos de investimento coletivo, Organismos de investimento alternativo, Organismos de investimento imobiliário

KEY WORDS

Law 16/2015, Collective investment schemes, Alternative investment funds, Real estate investment funds.

Fecha de recepción: 19-1-2016

Fecha de aceptación: 1-2-2016

O NOVO REGIME GERAL DE ORGANISMOS DE INVESTIMENTO COLETIVO

Por ocasião da transposição parcial da Diretiva n.º 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo (a chamada «AIFMD», da sigla inglesa correspondente), e da Diretiva n.º 2013/14/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013, que a alterou, foi aprovada a Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro (a «Lei 16/2015»), que procedeu à revisão do regime jurídico dos organismos de investimento coletivo, no qual foi ainda incorporado o regime dos fundos e das sociedades de investimento imobiliário.

O acervo legislativo passou, assim, desde a data de entrada em vigor da Lei 16/2015, a contar com um único diploma legal no qual é regulado o regime dos organismos de investimento coletivo, tendo, porém, o legislador optado por manter em legislação especial a regulação dos organismos de investimento em capital de risco, dos fundos de empreendedorismo social e organismos de investimento alternativo especializado, dos fundos de pensões, dos fundos de titularização de créditos, dos fundos de gestão de património imobiliário, dos fundos públicos destinados ao financiamento de sistemas de segurança social e de regimes de pensões de reforma.

Em virtude da aprovação do regime geral dos organismos de investimento coletivo, foram revogados o Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de maio, que até à entrada em vigor da nova lei continha o regime jurídico dos organismos de investimento coletivo, bem como o Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de março, conforme alterado, que regulava o regime dos fundos de investimento imobiliário. Por seu turno, a CMVM, seguindo o caminho do legislador no sentido da unificação dos regimes dos organismos de investimento coletivo e dos fundos de investimento imobiliário, aprovou um novo regulamento que abrange ambas as matérias – o Regulamento da CMVM n.º 2/2015, que entrou em vigor no dia 18 de julho de 2015 – tendo sido revogados o Regulamento da CMVM n.º 5/2013, relativo aos organismos de investimento coletivo e comercialização de fundos de pensões abertos de adesão individual, e o Regulamento da CMVM n.º 8/2002, relativo aos fundos de investimento imobiliário. De resto, algumas das matérias anteriormente reguladas neste último regulamento foram diretamente acolhidas pela Lei 16/2015, como é o caso do regime dos organismos especiais de investimento imobiliário.

No que aos ativos objeto do investimento diz respeito, a Lei 16/2015 assenta na dicotomia entre (i) os organismos de investimento em valores mobiliários, i.e. e tal como definido no art.º 2.º do regime geral aprovado pela Lei 16/2015 (por comodidade

de redação e de leitura, de ora em diante os artigos referidos sem menção expressa ao respetivo diploma devem ter-se por referência ao regime geral aprovado pela Lei 16/2015), os organismos abertos cujo objeto exclusivo é o investimento coletivo de capitais de investidores não exclusivamente qualificados em valores mobiliários ou outros ativos financeiros líquidos identificados na Lei 16/2015 e que cumpram os limites nela previstos (também conhecidos por «fundos harmonizados», por serem regulados a nível comunitário pela Diretiva 2009/65/CE, a chamada «Diretiva UCITS», conforme alterada); e (ii) os organismos de investimento alternativo, que são os demais, a saber, os organismos de investimento coletivo em ativos mobiliários que, quando abertos, não se subsumam naquela definição, os organismos de investimento imobiliário e os organismos fechados de investimento em ativos não financeiros.

As alterações introduzidas pela Lei 16/2015 são múltiplas e abrangem matérias de todas as etapas dos organismos de investimento coletivo, desde a constituição à liquidação e extinção destes organismos. Seria impossível fazer neste curto artigo uma resenha de todas essas alterações, pretendendo-se tão-só salientar algumas das alterações que chamaram a nossa atenção e que aqui partilhamos.

Antes de entrarmos na análise de algumas das alterações materiais introduzidas pela Lei 16/2015, detemo-nos brevemente na ordem sistemática do diploma e nas dificuldades que a mesma coloca.

A SISTEMATIZAÇÃO DO REGIME GERAL

Razão: a evolução do conceito de organismo de investimento coletivo e o alargamento do âmbito dos organismos de investimento alternativo

O conceito que a Lei 16/2015 reconhece de organismos de investimento coletivo - «*as instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes*» - já se encontrava no regime jurídico aprovado em 2013.

No entanto, conforme descrevemos acima, até à publicação da Lei 16/2015, a abordagem à regulamentação das várias figuras que hoje em dia foram expressamente acolhidas no regime geral era ato-

mística, porquanto cada categoria de «organismo» ou «instituição» de investimento coletivo estava sujeita a uma legislação própria, pouco ou nada sistematizada entre si. Esta sistematização, ou falta dela, propiciava uma inconsistência, tanto dogmática como prática, entre regimes.

A própria CMVM o reconheceu e, nessa medida, desde pelo menos 2013 que o regulador já tinha vindo a admitir que o caminho passaria pela aprovação e publicação de um «Código do Investimento Coletivo». Com maior ou menor sucesso, parece-nos que este objetivo foi substancialmente atingido com a Lei 16/2015.

Sem prejuízo da manutenção de regimes especiais, o que preserva alguma disfunção na sua aplicação prática, o «regime geral» é, de facto, «geral». Aliás, este propósito de unificação e sistematização não será alheio à própria mudança de designação de «regime jurídico» para «regime geral». A forma de o atingir passou pelo alargamento expresso do conceito de organismo de investimento alternativo, que passou a incorporar formalmente um conjunto de tipos de organismos ou instituições, dos quais alguns passaram a ser regulados diretamente pelo regime unificado da Lei 16/2015 (caso dos organismos de investimento imobiliário), outros mantiveram-se sujeitos a regimes especiais, embora tentativamente mais articulados com o regime geral (caso dos organismos de investimento em capital de risco ou os fundos de pensões).

Análise crítica

Como vimos, a consolidação num único diploma legal dos regimes que se encontravam previamente dispersos em distintos diplomas teve como propósito a harmonização dos regimes aplicáveis aos organismos de investimento coletivo, pretendendo-se desta forma eliminar a sobreposição de regimes distintos, divergindo entre si apenas em função da área de investimento de cada tipo de organismo.

Pese embora a Lei 16/2015 mantenha a estrutura sistemática do regime dos organismos de investimento coletivo que a precedeu, a verdade é que a nova lei regula agora mais tipos de organismos, e desenvolve conceitos e regimes que na lei anterior não se encontravam tão densificados, de que é exemplo o detalhe do regime aplicável às entidades gestoras e ao depositário. Tal justifica a extensão do diploma, composto por 278 artigos ao invés dos 83 artigos que continha o anterior regi-

me dos organismos de investimento coletivo, o que já por si contribui para a dificuldade do manuseamento da nova lei. Sucede que, apesar de a Lei 16/2015 dedicar secções específicas aos diversos tipos de organismos, verifica-se a presença, ao longo do diploma, de inúmeras exceções aplicáveis a determinados organismos em função da sua natureza.

Assim, e a título meramente exemplificativo, notamos que a Lei 16/2015 dedica um artigo próprio ao regime dos organismos de investimento imobiliário de subscrição particular – o art.º 214.º, sob a epígrafe «*organismos de investimento imobiliário de subscrição particular*». Não obstante, tal artigo não encerra o regime aplicável a este tipo de organismos, enquanto espécie de organismos de investimento alternativo; pelo contrário, verifica-se um amplo leque de disposições dispersas ao longo do diploma que, em função da matéria que regulam, excecionam ou isentam a sua aplicabilidade a este tipo de organismos. Neste sentido, veja-se por exemplo o art.º 9.º, n.º 3, alínea a), relativo ao pagamento em espécie na subscrição, no resgate e no reembolso das unidades de participação ou no produto da liquidação, o art.º 16.º, n.º 4 e o art.º 17.º, n.º 4, que excecionam os requisitos aplicáveis ao valor líquido global dos organismos de investimento coletivo e à dispersão das unidades de participação, respetivamente, o art.º 20.º, n.º 3, alínea b) e o art.º 25.º, n.º 6, alínea b), relativamente à instrução do pedido de autorização e à sua alteração, o art.º 26.º, n.º 4, relativo à informação e aos direitos dos participantes, o art.º 44.º, n.º 2, e o art.º 48, no que respeita à liquidação dos organismos, o art.º 76.º, n.º 3, alínea d), a respeito da subcontratação em cascata, o art.º 147.º, n.º 9 e o art.º 149.º, n.º 2, alínea b), relativos às operações vedadas e à prestação de garantias ou concessão de créditos aos organismos pelos seus participantes, respetivamente, o art.º 153.º, n.º 8, relativo à elaboração de um documento com informações fundamentais destinadas aos investidores, o art.º 157.º, n.º 2, relativo à elaboração e atualização do prospeto, e ainda o art.º 160.º, n.º 3, relativo à elaboração do relatório e contas e respetivo relatório do auditor, relativo à atividade do primeiro semestre de cada exercício económico.

Creemos que teria sido preferível concentrar as exceções ou isenções na secção específica que é dedicada a este tipo de organismos, pois facilitaria o domínio do diploma e a compreensão dos regimes especiais. Tanto mais quando há que tomar em consideração que o diploma remete ainda o aplica-

dor da lei para o regulamento da CMVM n.º 2/2015, o qual regulamenta diversas matérias como sejam as regras relativas à criação de categorias de unidades de participação, os casos de suspensão das operações de subscrição ou resgate de unidades de participação, as regras aplicáveis à transformação e cisão de organismos de investimento coletivo, as regras relativas à valorização dos imóveis, a concretização das políticas e práticas de remuneração, os termos da comissão de gestão variável da entidade gestora, as regras relativas a receitas e encargos dos organismos de investimento coletivo, entre outras.

ALGUNS APONTAMENTOS SOBRE AS ALTERAÇÕES INTRODUZIDAS PELO REGIME GERAL

O conceito de organismo de investimento alternativo e o risco de requalificação de outras instituições

No seguimento da aprovação e publicação da AIFMD, e ainda antes de decorrido o prazo para a sua transposição, levantou-se em vários Estados-Membros a dúvida sobre se os organismos de investimento alternativo, figura que passava agora a ser tipificada na legislação comunitária como uma enorme categoria residual de instituições, não poderiam – ou não deveriam – abranger também as chamadas sociedade-veículo de emissão de valores mobiliários representativos de dívida. Estão em causa, nomeadamente, as sociedades constituídas por conglomerados financeiros com o único propósito de emitir regularmente dívida em nome do respetivo grupo financeiro, sob vários tipos de valores mobiliários, em particular as chamadas EMTN (*European Medium Term Notes*).

Esta discussão terá surgido no Reino Unido, e partido do geral para o particular. Isto é, relativamente a um tipo de valores mobiliários cujo valor estava indexado a um ativo subjacente que correspondia, na nova aceção legal, a um organismo de investimento alternativo, perguntou-se se o valor mobiliário não podia ser ele próprio representativo de um organismo de investimento alternativo, o que levou a questionar-se se estes emitentes não seriam eles, em todos os casos, um organismo de investimento alternativo sob a forma societária. Tanto quanto sabemos, nenhum Estado-Membro veio a reconhecer e a abordar formalmente a questão na sua legislação doméstica. Apenas a *Financial Conduct Authority*

(«FCA»), no Reino Unido, terá sido chamada a pronunciar-se e terá assumido a posição de que instituições que se limitem a emitir valores mobiliários representativos de dívida não deverão estar sujeitos à regulamentação aplicável a organismos de investimento coletivo.

Não podemos deixar de concordar com esta posição. Com efeito, conforme referido antes, a definição de organismo de investimento coletivo assenta na noção de «*investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes*». Nestes termos, ainda que se aceite que um veículo de emissão de dívida corresponde a uma forma de «investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores», o investimento em causa não parece consentâneo com o «princípio de repartição de riscos» nem com o facto de o mesmo ser prosseguido «no exclusivo interesse dos participantes». Na verdade, se por um lado só nos casos em que a dívida emitida seja total ou parcialmente garantida se assegurará alguma repartição de riscos (ou seja, esta repartição não lhes é inerente), parece claro que, por outro lado e principalmente, o investimento coletivo efetuado com o capital obtido desta forma não é prosseguido no interesse dos investidores mas sim no do emitente e no do grupo financeiro de que faz parte.

Nesta medida, embora o problema não tenha sido formalmente vertido na Lei 16/2015 ou abordado pela CMVM, parece-nos que com base no conceito legal de organismo de investimento coletivo haverá vários elementos para sustentar em Portugal a mesma interpretação defendida e aplicada pela FCA.

O regime de comercialização de organismos de investimento coletivo sob a égide da AIFMD

A questão da requalificação dos veículos de dívida em organismo de investimento alternativo não é meramente académica. De facto, a requalificação dos valores mobiliários emitidos por estes veículos em unidades de participação em organismo de investimento alternativo afastaria a aplicação do regime de oferta de valores mobiliários previsto no Código dos Valores Mobiliários, submetendo a distribuição destes instrumentos à moldura legal aplicável à comercialização de organismos de investimento alternativo, bastante mais complexa e potencialmente penalizadora dos respetivos emitentes. Passemos a analisar.

Na moldura legal anterior à última versão do regime jurídico de organismos de investimento coletivo, de 2013, a noção de comercialização confundia-se com o conceito de oferta pública de valores mobiliários que resulta do Código dos Valores Mobiliários. Como dispunham os artigos 1.º e 15.º do regime aprovado pelo Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de outubro, existiria comercialização sempre que houvesse «recolha de capitais junto do público», fosse pelo facto de esta recolha ser dirigida a destinatários indeterminados, ser precedida ou acompanhada de promoção publicitária ou dirigir-se, pelo menos, a 100 destinatários.

Num segundo momento, entre as várias alterações profundas introduzidas pelo regime jurídico de 2013, e ainda que não se procedesse já à transposição da AIFMD, o legislador português pareceu acolher implicitamente a definição de «comercialização» prevista no artigo 4.º, n.º 1, alínea x), desta Diretiva, e enveredou pelo irreversível caminho de separar a noção de «comercialização» da de «oferta» ou «subscrição». Este caminho veio a ser confirmado na Lei 16/2015, com a transposição formal das normas da AIFMD para o nosso ordenamento jurídico.

Deste modo se chegou ao conceito atual de comercialização contido no art.º 2.º, n.º 1, alínea c): «*a atividade dirigida a investidores, no sentido de divulgar para efeitos de subscrição ou propor a subscrição de unidades de participação ou de ações em organismo de investimento coletivo, utilizando qualquer meio publicitário ou de comunicação*». A diferença face à remissão para a «*recolha de capitais junto do público*» prevista no regime de 2003 é abissal.

No que se refere à sua delimitação positiva, cabe notar que a definição legal portuguesa é um pouco mais ambígua do que a definição legal comunitária. Efetivamente, a Lei 16/2015 não refere concretamente se este conceito abrange ofertas públicas e particulares, ao contrário da AIFMD, que remete para «*oferta ou colocação*» (do inglês «*offering or placement*»). De igual modo, o legislador português invoca a utilização de «qualquer meio publicitário ou comunicação», o que poderá induzir em erro. O legislador comunitário é mais concreto ao clarificar que a oferta releva quando feita «*por iniciativa ou por conta*» da respetiva entidade gestora do organismo de investimento alternativo.

Em qualquer caso, tendo por base o princípio da interpretação conforme ao Direito comunitário, e embora não recorra exatamente aos mesmos ter-

mos, entendemos que a definição da Lei 16/2015 não se afasta materialmente da definição da AIFMD. Concorrem nesse sentido dois elementos principais: por um lado, o facto de a própria Lei 16/2015 distinguir noutros artigos entre subscrição pública e subscrição particular (*vide*, a título de exemplo, os artigos 63.º e 64.º), o que confirma o indício de que a noção de comercialização é alheia a esta distinção; por outro lado, o facto de o legislador português aceitar expressamente noutros diplomas legais (*in casu*, a CMVM, no seu Regulamento n.º 2/2012, relativo aos produtos financeiros complexos) que o conceito de comercialização de produtos financeiros exige uma «atividade ou iniciativa dirigida aos investidores», pondo o acento tónico na atitude «ativa» do gestor do organismo de investimento coletivo.

Deste modo, parece-nos legítimo afirmar que, para os devidos efeitos legais, a comercialização de organismos de investimento coletivo corresponde a uma atividade da iniciativa direta ou por conta da respetiva entidade gestora com o objetivo de propor a subscrição ou aquisição de unidades de participação (ou ações) correspondentes.

O conceito assim interpretado também nos permite extrair conclusões importantes sobre a sua delimitação negativa, em particular a de que estará excluída do conceito de comercialização toda a distribuição de organismo de investimento coletivo que não corresponda a um esforço ativo, por iniciativa ou por conta, da respetiva gestora.

Em termos práticos, as consequências da alteração deste regime introduzida pela AIFMD, agora formalmente transposta pela Lei 16/2015, são substanciais.

A primeira delas, e provavelmente a mais importante, é a sujeição a um regime legal próprio e tipificado da comercialização de todo o tipo de organismos, incluindo os organismos de investimento alternativo, inclusive quando dirigidos a investidores qualificados, ainda que neste caso específico a distribuição de fundos beneficie de requisitos menos onerosos, conforme resulta dos artigos 16.º e 17.º, por exemplo.

Antes, esta forma de distribuição estava isenta de regulação específica. Agora, parece que apenas e só nos casos em que seja o investidor a procurar a entidade gestora (assumindo esta uma atitude meramente passiva) é que a entidade gestora poderá invocar a não sujeição ao regime. Estamos no campo da *reverse solicitation*, conceito que já nos era fami-

liar dos domínios da regulamentação aplicável à prestação de serviços bancários ou de intermediação financeira, e que agora passa a aplicar-se aos fundos. Tratando-se de uma situação a-legal (não confundir com ilegal) seria ainda assim vantajoso que a CMVM – ou a própria ESMA – viessem a propor orientações ou regras de *soft law* que permitissem às sociedades gestoras, nomeadamente as estrangeiras, perceber os limites da sua atuação, na esteira do que fizeram outros reguladores, como a FCA.

Em todos os outros casos, a comercialização, incluindo a transfronteiriça, passa a estar adstrita a um de dois processos: o de autorização, *grosso modo* aplicável a organismos nacionais e organismos de investimento alternativo de países terceiros (e dirigidos a investidores qualificados), ou o de passaporte, aplicável a organismos de investimento coletivo (de todos os tipos) de outros Estados-Membros.

Este novo regime tem outras consequências práticas relevantes e interessantes, nomeadamente no domínio da informação a disponibilizar aos investidores e na articulação de regimes de comercialização transfronteiriça de organismos de investimento alternativo, um tema totalmente inovador emergente da transposição da AIFMD. Trata-se de matérias que pela sua complexidade mereceriam por si só um artigo concreto e, por esse motivo apenas, nos permitimos não desenvolver aqui.

A composição do património dos organismos de investimento imobiliário abertos

A Lei 16/2015 introduziu diversas alterações em matéria de composição do património dos organismos de investimento imobiliário abertos. Neste âmbito, destacamos que:

(i) o novo regime reduz o limite do valor dos ativos imobiliários que integram o património dos organismos de investimento imobiliário abertos de 75% para dois terços do ativo total do organismo (art.º 211.º, n.º 1, alínea a) *versus* art.º 38.º, n.º 1, alínea a) do Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de março, com a última redação em vigor);

(ii) o novo regime prevê, de forma inovadora, que o valor dos imóveis arrendados, ou objeto de outras formas de exploração onerosa, não pode representar menos de 10% do ativo total do organismo, o que permite assegurar que uma certa parte do investimento dos organis-

mos gere rendimentos periódicos (art.º 211.º, n.º 1, alínea d));

(iii) o novo regime prevê igualmente de forma inovadora que o valor dos imóveis (por contra-posição a «ativos imobiliários», cuja definição, tal como consta do art.º 2.º, n.º 1, alínea a), engloba, para além dos imóveis, unidades de participação em organismos de investimento imobiliário e participações sociais em sociedades imobiliárias) não pode representar menos de um terço do ativo total do organismo de investimento imobiliário, assegurando, por esta via, um investimento mínimo direto nos imóveis, o tipos de ativo que caracterizam a área de investimento destes organismos (art.º 211.º, n.º 1, alínea b).

Ainda neste contexto, constata-se igualmente que a Lei 16/2015 mantém a previsão legal já estabelecida no regime anterior, segundo a qual não podem integrar o património dos organismos de investimento imobiliário os ativos com ónus ou encargos que dificultem excessivamente a sua alienação, acrescentando agora a nova lei um elenco não exaustivo de situações que se subsumem nesta regra, a saber, ativos objeto de garantias reais, penhoras ou procedimentos cautelares.

Apesar de se manter a dúvida que já nos assaltava anteriormente sobre o efetivo âmbito que deve ter esta norma, nomeadamente o que se deve entender por ónus que dificultam *excessivamente* a sua alienação, parece-nos, em qualquer caso, que esta norma está em linha com outras alterações promovidas pelo novo regime e que visam assegurar a existência de uma maior liquidez nos organismos de investimento imobiliário.

A subscrição e o resgate de unidades de participação em organismos de investimento imobiliário abertos

Os regimes de subscrição e de resgate das unidades de participação de organismos de investimento imobiliário abertos foram igualmente objeto de alterações significativas. Tais regimes continuam a ser fixados pelos documentos constitutivos dos respetivos organismos, embora agora devam respeitar as seguintes regras: por um lado, é estabelecido um período específico para a subscrição de unidades de participação, com um intervalo mínimo diário e máximo correspondente às datas previstas para os resgates (art.º 18.º, n.º 2, alínea a)); por outro lado,

é balizado o período de resgate das unidades de participação deste tipo de organismos entre um intervalo mínimo de seis meses e máximo de doze meses entre si, devendo o pedido de resgate ser feito com uma antecedência mínima de seis meses e máxima de doze meses relativamente à data do resgate (art.º 18.º, n.º 2, alíneas b) e c)).

O novo regime prevê ainda a possibilidade de os participantes cancelarem o pedido de resgate mas apenas nos 30 dias seguintes ao pedido e desde que o cancelamento ocorra em data que anteceda o resgate pelo período acima referido. Finalmente, os pagamentos dos pedidos de resgate são feitos no prazo máximo de três meses.

O facto de as subscrições poderem ser feitas, no mínimo, diariamente, com a conseqüente possibilidade de injeção corrente de liquidez nos organismos, aliado ao facto de os pedidos de resgate passarem a ser necessariamente feitos com um pré-aviso mínimo, bem como a definição de periodicidades para os resgates constituem medidas que, espera-se, venham dar resposta às dificuldades verificadas nos recentes tempos de crise em razão dos múltiplos pedidos de resgate diários e da falta de liquidez imediata dos organismos para fazer face aos mesmos.

A talhe de foice, note-se que, nos termos da disposição transitória constante do art.º 5.º, n.º 7, *in fine*, as novas regras relativas a subscrições e resgates de unidades de participação de organismos de investimento imobiliário abertos apenas são aplicáveis às unidades de participação que sejam emitidas após a entrada em vigor do novo regime. Passam, assim, a conviver em paralelo dois regimes distintos de subscrição e resgate de unidades de participação de um mesmo organismo, em função do momento em que as mesmas tenham sido emitidas.

Finalmente, no que se refere aos organismos de investimento imobiliário fechados, constata-se que, por força da aplicabilidade do regime geral a este tipo de organismos, os participantes passam agora a gozar de um direito de preferência na subscrição de novas unidades de participação, salvo previsão em contrário nos documentos constitutivos do organismo.

A valorização dos imóveis

Uma das alterações mais significativas ao regime dos organismos de investimento imobiliário pro-

movidas pela Lei 16/2015 respeita ao regime aplicável à valorização dos imóveis que integram o património destes organismos.

O novo regime determina agora, de forma inovadora, que, regra geral, os imóveis passam a ser valorizados pela média simples dos valores atribuídos pelos dois peritos avaliadores de imóveis e que, quando os valores resultantes de tais avaliações difiram entre si em mais de 20%, por referência ao valor menor, o imóvel deve ser objeto de avaliação por um terceiro perito, sendo o imóvel, nesse caso, valorizado pela média simples dos dois valores de avaliação mais próximos entre si ou pelo valor da terceira avaliação caso corresponda à média das anteriores.

Contrariamente ao que sucedia no regime anterior, a valorização dos imóveis passa, assim, a ser feita *exclusivamente* com base nas avaliações efetuadas por peritos avaliadores de imóveis, excluindo-se as entidades gestoras do processo de determinação do valor dos imóveis que integram o património dos organismos que têm sob gestão, pois deixam de ter interferência na determinação do valor dos imóveis, ainda que balizada pelas avaliações realizadas pelos peritos avaliadores.

Trata-se, segundo cremos, de uma medida que visa assegurar a concretização do princípio geral enunciado no art.º 93.º, segundo o qual a valorização dos ativos «*deve ser efetuada de forma independente e com a competência, o zelo e a diligência devidos*». O propósito de assegurar tal princípio levou o legislador a ir mais longe, tendo imposto uma rotatividade periódica dos peritos avaliadores nos seguintes termos: regra geral, por um lado, em cada avaliação deve participar um avaliador que não tenha avaliado o imóvel na data da avaliação anterior; por outro lado, um imóvel não pode ser avaliado (i) pelo mesmo avaliador em mais do que duas datas sucessivas e (ii) em cada período de quatro anos, pelo mesmo perito em mais do que 50% das valorizações.

Acresce que também as regras relativas à periodicidade da avaliação foram alteradas, passando os imóveis agora a ser obrigatoriamente submetidos a avaliação com uma periodicidade mínima de 12 meses (ou até inferior nos casos em que a periodicidade do resgate de unidades de participação de organismos de investimento imobiliário abertos seja inferior àquela ou quando se verifiquem algumas das circunstâncias especiais previstas no art.º 144.º), mesmo quando não

tenham ocorrido circunstâncias suscetíveis de introduzir alterações significativas no valor do imóvel.

Esta relação direta e exclusiva entre as avaliações realizadas pelos peritos avaliadores na valorização dos imóveis dos organismos de investimento imobiliário foi, porém, acompanhada da revisão do regime de acesso e exercício da atividade dos peritos avaliadores, promovida pela Lei n.º 153/2015, de 14 de setembro, que veio impor maiores exigências e uma maior responsabilização destes agentes pelos atos praticados.

PERSPETIVAS FUTURAS

Conforme fomos abordando ao longo deste artigo, o novo regime geral de organismos de investimento coletivo aprovado pela Lei 16/2015 veio finalmente unificar, por um lado, o regime de duas Diretivas, UCITS e AIFMD, e por outro lado, e sob aquela égide, o regime entre os fundos de investimento mobiliário e os fundos de investimento imobiliário. No entanto, a Lei 16/2015 não veio fazer «tábua rasa» da moldura legal que lhe antecedia, antes procurou consolidar e harmonizar as regras aplicáveis às várias figuras.

Tão pouco este regime geral corresponde a um produto acabado. O esforço de harmonização vertido na Lei 16/2015 prosseguirá, essencialmente, em duas frentes.

Uma, respeitante ao processo evolutivo do próprio regime de investimento coletivo a nível comunitário. É o caso, por exemplo, das últimas alterações à Diretiva UCITS, introduzidas pela Diretiva 2014/19/UE, que deverá ser transposta em breve para o nosso ordenamento jurídico, ou o caso dos vários subtipos de organismos de investimento coletivo em capital de risco e empreendedorismo social, sujeitos a regulamentação especial mas umbilicalmente ligada ao regime geral.

Outra, relativa ao conjunto de alterações legislativas paralelas com impacto no regime dos organismos de investimento coletivo. Referimo-nos, por exemplo, à alteração do regime fiscal dos organismos de investimento coletivo com efeitos desde o dia 1 de julho de 2015, mas também às alterações que se esperam para breve no regime de intermediação financeira constante do Código dos Valores Mobiliários, incidindo em especial sobre a transparência e prevenção de conflitos de interesses entre os

intermediários financeiros, como as entidades gestoras e comercializadoras de fundos, e os seus clientes.

Trata-se, no seu conjunto, de alterações que incentivam o desenvolvimento do mercado de fundos de investimento mobiliário e imobiliário em Portugal mas tendo em simultâneo especial preocupação

com os interesses dos investidores e a integridade do mercado como um todo. Será interessante ver como o regime evolui e as respostas que o legislador e os agentes do mercado darão às questões que a sua aplicação prática levantará.

**RITA XAVIER DE BRITO e
MANUEL CORDEIRO FERREIRA***

* Abogados del Área de Mercantil de Uría Menéndez (Lisboa).