

## Foro de Actualidad

Portugal

# O NOVO REGIME DA GESTÃO DE ATIVOS: A (IN)ESPERADA REGULAMENTAÇÃO?

Domingos Salgado e João Pacheco Ferreira

*Advogados del Área de Mercantil da Uría Menéndez - Proença de Carvalho (Lisboa)*

### **O novo regime da gestão de ativos: a (in)esperada regulamentação?**

*Na sequência da entrada em vigor do Regime da Gestão de Ativos, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 27/2023, de 28 de abril (o “RGA”) e de um processo de consulta pública que contou com bastantes contributos, após um longo período de expectativa por parte de todos os agentes dos mercados relevantes, entrou em vigor, no passado dia 1 de janeiro de 2024, o Regulamento da CMVM n.º 7/2023, de 29 de dezembro (o “RRGA”), que regulamenta o RGA. Na sequência da unificação dos regimes aplicáveis ao investimento coletivo — antigo Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (“RGOIC”) — e ao capital de risco — antigo Regime Jurídico do Capital de Risco — operada pelo RGA, o RRGA vem regulamentar este novo quadro legal, substituindo os principais regulamentos anteriormente aplicáveis a ambas as atividades: respetivamente, os Regulamentos da CMVM n.º 2/2015, de 17 de julho, e 3/2015, de 3 de novembro. À semelhança do que sucede com o RGA, também o RRGA acompanha de forma mais próxima o regime anteriormente previsto para o investimento coletivo — embora com novidades relevantes, conforme detalharemos adiante — exigindo assim um maior esforço de adaptação aos players no mercado do capital de risco. De forma a acautelar a necessidade de adaptação das sociedades gestoras e respetivos organismos de investimento coletivo (“OIC”) abrangidos pelo RRGA, o diploma prevê que os mesmos dispõem de um prazo de 180 dias, após a sua entrada em vigor, para se adaptarem ao mesmo.*

*Conforme se lê no preâmbulo do RRGA, este diploma procura, tal como o RGA, incrementar “as soluções regulatórias em matéria de simplificação e de proporcionalidade, com vista a promover a competitividade e eficiência do mercado nacional, bem como a proteção do investidor”. Neste contexto, são várias e de diversa índole as alterações regulatórias preconizadas. Sendo este tipo de diplomas marcado por uma regulamentação complexa e granular das atividades de investimento coletivo, iremos focar a nossa análise em algumas mudanças específicas no regime aplicável, que acreditamos terem potencial para impactar de forma mais significativa e prática os OIC — conceito que inclui agora os antigos “fundos de capital de risco”, desta feita caracterizados como organismos de investimento alterativo de capital de risco.*

**PALAVRAS-CHAVE:**

Gestão de ativos, Regulamento da CMVM n.º 7/2023, Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, Fundos de capital de risco.

**The new asset management framework: an (un)expected regulation?**

*Following the entry into force of the Asset Management Framework, approved by Decree-Law 27/2023 of 28 April ("AMF") and a public consultation process that included many contributions, after a long wait by all agents in the relevant markets, on 1 January 2024, CMVM Regulation 7/2023 of 29 December ("AMFR") came into force to regulate the AMF. Following the unification of the framework applicable to collective investment — formerly the General Collective Investment Organizations Framework ("GCIOF") — and to risk capital — formerly the Legal Risk Capital Framework — operated by the AMF, the AMFR regulates this new legal framework, replacing the main regulations previously applicable to both activities: CMVM Regulations 2/2015 of 17 July and 3/2015 of 3 November. Similar to what happens with the AMF, the AMFR also follows more closely the previous collective investment framework — although with some new features, as explained below — thus requiring a greater effort from players in the risk capital market to adapt to the new framework. To accommodate for management companies and respective collective investment organisations ("CIO") who need to adapt to the AMFR, the regulation provides a 180-day term from its entry into force to adapt.*

*As the preamble of the AMFR states, this regulation seeks, as does the AMF, to increase "regulatory solutions in terms of simplification and proportionality, with a view to promoting the competitiveness and efficiency of the national market, as well as investor protection". In this context, several different types of regulatory changes are recommended. As these regulations are known for their complex and granular regulation of collective investment activities, our analysis focuses on the specific changes to the applicable framework that we believe could more significantly affect CIOs in practice — a concept that includes the former "venture capital funds", now characterised as alternative venture capital investment bodies.*

**KEYWORDS:**

Asset management, CMVM Regulation 7/2023, General Framework for Collective Investment Organisations, venture capital funds.

**FECHA DE RECEPCIÓN:** 19-4-2024

**FECHA DE ACEPTACIÓN:** 23-4-2024

Salgado, Domingos; Ferreira, João Pacheco (2024). O Novo Regime Da Gestão De Ativos: A (In)Esperada Regulamentação? *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 64, pp. 177-183 (ISSN: 1578-956X).

## 1. Principais destaques com incidência prática

---

### 1.1. Simplificação de Procedimentos Regulatórios

Não há dúvidas de que a novidade mais transversal ao RRG é a simplificação de procedimentos regulatórios. Seguindo o caminho já preconizado pelo RGA, aquele diploma concretiza a já referida unificação de regimes, tenta combater o "goldplating", harmonizar o quadro regulatório nacional com a legislação e regulação da União Europeia e clarificar e/ou concretizar conceitos relevantes. Esta mudança verifica-se sobretudo no que respeita à atividade das sociedades gestoras, no qual a regulação é tendencialmente mais complexa e onerosa.

Destaca-se, desde logo, uma relevante redução do acervo documental exigido para suportar um pedido de autorização para início de atividade. Com efeito, *(i)* deixa de ser exigida a informação detalhada dos meios humanos, técnicos e materiais afetos à atividade, bastando a apresentação de organograma e respetiva descrição organizacional com indicação dos recursos por departamento; *(ii)* é igualmente dispensado o envio dos projetos de políticas e procedimentos internos a adotar pela sociedade gestora; e *(iii)* prescinde-se da regulação do conteúdo do programa de atividades (que continua, no entanto, a ser exigido).

Por outro lado, é criado um novo procedimento, destinado à autorização de sociedades gestoras atualmente autorizadas a gerir OIA que pretendam constituir OIA de tipo ou com estratégia de investimento diferente dos tipos ou das estratégias de investimento dos OIA já geridos. Será o caso, por exemplo, de uma sociedade gestora de OIA imobiliário que pretenda gerir OIA de capital de risco ou de créditos. Para o efeito, deverá a sociedade gestora comunicar essa pretensão à CMVM com uma antecedência de 30 dias face ao início da comercialização do primeiro OIA de novo tipo ou com diferente estratégia de investimento, remetendo para o efeito um programa de atividades atualizado e a demonstração de que dispõe dos meios técnicos e humanos adequados. Esta novidade representa uma significativa simplificação, não estando tal autorização sequer sujeita a autorização prévia pela CMVM (sem prejuízo, naturalmente, da possibilidade de exercício por parte do regulador de supervisão *ex post*, a qual será de ser tida em consideração, conforme teremos oportunidade de destacar nas conclusões), muito relevante para as sociedades gestoras que pretendem fazer uso, na prática, da possibilidade de gerir diferentes tipos de OIA, bem como permitir uma adaptação mais expedita e menos onerosa a potenciais oportunidades de desenvolvimento da sua atividade. Adicionalmente, também no contexto dos procedimentos de autorização de operações de fusão e cisão que envolvam sociedades gestoras se verifica uma diminuição dos elementos instrutórios exigidos.

Finalmente, verifica-se uma redução do âmbito de alterações subsequentes sujeitas a comunicação prévia à CMVM, passando um conjunto de factos a ter de ser objeto de comunicação posterior, associada a uma (potencial) supervisão *ex post* dos mesmos, ao invés do exercício de supervisão *a priori* como *default*. Em concreto, são os seguintes factos abrangidos pela novidade aqui exposta: *(i)* alteração da firma; *(ii)* alterações relativas aos pelouros, renúncias, renovações de mandato e diminuições de disponibilidade dos órgãos de administração e de fiscalização; e *(iii)* alteração da política de remuneração quando esteja em causa a introdução de uma componente variável da remuneração.

## 1.2. Imputação de Custos e Encargos

A matéria da imputação de custos e encargos aos OIC já havia sido objeto de uma “revolução”, na medida em que o RGOIC estipulava uma lista exaustiva de encargos imputáveis ao OIC, passando o RGA a exigir apenas que os mesmos *(a)* se encontrem previstos nos respetivos documentos constitutivos; e *(b)* sejam adequados à sua gestão sã e prudente. Perante esta flexibilidade permitida pelo legislador, a regulação do RRGa deste tema era aguardado com expectativa.

Define o RRGa, adicionalmente às exigências do RGA, que “os custos e encargos do OIC são coerentes com a respetiva política de investimento”. Não nos parece que tal norma acrescente muito

do ponto de vista prático, visto que tal sempre resultaria do já definido no RGA relativamente ao princípio da adequação à gestão sã e prudente dos OIC. Assim, não se encontrando agora demais restrições legais ao conjunto de custos e encargos que poderá ser imputado aos OIC, o regulador confere um elevado grau de liberdade e autonomia contratual às sociedades gestoras e participantes do OIC — que contrasta com a listagem rígida anteriormente prevista (e com força de lei). Deixando, uma vez mais, a supervisão para um momento *ex post*, a CMVM aposta agora numa análise mais casuística dos custos que podem ser imputados a cada OIC. Ainda assim, cremos que se pode afirmar com alguma segurança que, tendo em conta os objetivos desta reforma do quadro regulatório da gestão de ativos, pelo menos os custos anteriormente previstos no art.º 139.º do RGOIC serão imputáveis, assim como aqueles que, caso a caso, sejam considerados coerentes com a respetiva política de investimento e adequados a uma gestão sã e prudente.

Como “reverso da medalha” da flexibilidade conferida pela opção legislativa, o RRGGA exige a elaboração de novas políticas e procedimentos neste contexto, a saber: (i) a definição da estrutura de custos imputáveis ao OIC, assim como os respetivos critérios quantitativos e qualitativos e respetiva revisão; (ii) a identificação e quantificação dos custos e encargos cobrados ao OIC e respetivos participantes; e (iii) o controlo e avaliação dos benefícios pecuniários e não pecuniários, em particular o risco de ocorrência de conflitos de interesse. Pretende-se, assim, que a integridade do mercado e a proteção dos investidores seja salvaguardada, ao invés de através de uma proibição *a priori* de todos os custos que não os previstos pelo legislador como válidos, da obrigatoriedade de políticas transparentes e coerentes com a política de investimento do OIC, que devem endereçar os temas que mais preocupam o regulador nesta matéria. Afigura-se particularmente relevante, neste contexto, a obrigação de elaboração de uma política de controlo e avaliação dos chamados “*inducements*”, dado o especial risco de ocorrência de conflitos de interesse.

### 1.3. O Documento Único

O RRGGA uniformiza também os deveres de elaboração de prospeto e do regulamento gestão, que devem agora ser cumpridos através da elaboração do documento único, nos termos do modelo previsto no Anexo II, conforme previsto no art.º 53.º, n.º 1, aparentemente com caráter geral, isto é, aplicável a todos os OIC. Por outro lado, o n.º 2 do mesmo artigo dispõe que:

*“A sociedade gestora elabora:*

*a) O documento único no caso de:*

- i. OIC aberto que não se dirija exclusivamente a investidores profissionais, mediante o preenchimento da totalidade do modelo previsto no Anexo II;*
- ii. OIC fechado objeto de oferta pública, mediante o preenchimento da parte I do modelo previsto no Anexo II;*
- iii. OIC fechado que não se dirija exclusivamente a investidores profissionais nem seja objeto de oferta pública e cujo valor mínimo de subscrição, por investidor, seja inferior a (euro) 100 000, mediante o preenchimento da parte I do modelo previsto no Anexo II; (...).”*

Parece, portanto, resultar desta última norma que os OIC que não se incluem nos descritos terão liberdade na elaboração dos respetivos regulamentos de gestão, não se encontrando vinculados ao modelo estipulado no Anexo II. No entanto, tal afigura-se contrário ao aparente carácter geral — isto é, aplicável a todos os OIC — do já referido n.º 1, deixando “no ar” indesejáveis dúvidas quanto à necessidade de adoção daquele modelo relativamente a um conjunto relevante de OICs. O regulador acautela ainda, através de disposição transitória, a situação dos OIC fechados já constituídos à data de entrada em vigor do RRG, relativamente aos quais não se verifiquem subscrições, nem aumentos de capital, posteriores à referida data, isentando o mesmo desta obrigação.

Finalmente, e sem prejuízo do especial foco que vamos dar aos OIA de capital de risco *infra*, importa destacar nesta sede a já amplamente debatida, no contexto da consulta pública do projeto de RRG, sujeição dos OIA de capital de risco a este modelo de documento único. As críticas que se acumularam a esta opção do regulador apontam sobretudo o desfasamento entre este modelo e a estrutura contratual tido como *standard* na realidade prática do capital de risco, negociada progressivamente ao longo de anos, nomeadamente no que toca à relação com investidores internacionais, assim com a falta de flexibilidade inerente ao modelo, incoerente com a multiplicidade de realidades subjacentes ao capital de risco.

#### 1.4. Limites à Composição do Portfólio dos OIA imobiliários

Os OIA imobiliários representam uma parte muito relevante do mercado de investimento coletivo em Portugal, tendo-se verificado, nos últimos anos, uma popularização crescente da utilização destes veículos para a detenção e gestão de portfólios imobiliários em Portugal. Assim, e tendo as alterações relativas aos limites à composição do portfólio deste tipo de OIC sido especialmente significativas, entendemos que se justifica um enfoque nas mesmas, tendo igualmente em conta o seu potencial impacto operacional. Deste modo, destacam-se as seguintes alterações trazidas pelo RRG nesta matéria:

- i. Eliminação do regime (anteriormente prevista no art.º 214.º do RGOIC) aplicável aos OIA imobiliários (naquele contexto denominados de “OII”) com mais de 5 investidores que não fossem exclusivamente profissionais;
- ii. Os OIA imobiliários fechados e de subscrição particular — que representam a maioria do mercado — independentemente do número de investidores e da sua qualificação, ou não, como profissionais, estão sujeitos a um só limite, deixando de ser aplicáveis todos os restantes: o valor dos ativos imobiliários (incluindo imóveis e participações em sociedades imobiliárias) não pode representar menos de dois terços do ativo total;
- iii. O limite mencionado imediatamente acima não é aplicável, excecionalmente, nos últimos 24 meses da duração inicial do OIA imobiliário, de forma a facilitar a liquidação dos ativos característica deste período;
- iv. Os OIA imobiliários fechados de subscrição pública estão agora sujeitos a um limite de endividamento de 50%, ao invés dos anteriores 33%; e

- v. Também em relação os OIA imobiliários abertos se verificam várias novidades, tais como:
  - A. a eliminação da proibição da realização de investimentos em imóveis localizados fora da OCDE, assim como, aqueles que sejam realizados fora do espaço da União Europeia deixam de estar limitados a 25% do ativo total;
  - B. o valor dos imóveis que compõem o património do OIA não poderá ser inferior a 25%, ao contrário do regime anterior em que este limite se encontrava fixado em um terço; e
  - C. o valor dos prédios rústicos e dos projetos de construção ou reabilitação de imóveis não poderá representar, no seu conjunto, mais de 25% do ativo total.

Por último, é interessante notar a opção conjunta do legislador e do regulador de deixar de tratar esta matéria em sede legislativa — como o era no RGOIC — e passar a tratá-la em sede regulamentar — como o é, agora, com o RRGGA, situação que, inclusivamente, criou um “vazio legal” neste âmbito, no interregno entre a entrada em vigor do RGA e a entrada em vigor do RRGGA.

## 1.5. Deveres de Reporte à CMVM

Uma breve nota de louvor vai para a reorganização sistemática dos deveres de reporte a que as sociedades gestoras se encontram sujeitas na atividade de gestão de OIC. Com efeito, a exposição destes deveres foi concentrada no Anexo VI do RRGGA, permitindo uma consulta muito mais simples a todos os interessados e, conseqüentemente, trazendo um bem vindo acréscimo de clareza e segurança jurídica na matéria.

## 1.6. Os OIA de Capital de Risco

Conforme antecipado anteriormente, guardámos o último foco da nossa análise para as particularidades relativas aos OIA de capital de risco. Como já tivemos oportunidade de aflorar, embora o RGA e o RRGGA unifiquem o quadro regulatório aplicável ao investimento coletivo e ao capital de risco, o mesmo é sobretudo decalcado do regime anteriormente aplicável ao investimento coletivo. Assim, é naturalmente exigido aos OIA de capital de risco um maior esforço de adaptação ao novo regime. Exemplo paradigmático desta situação é a já explicitada no contexto do documento único.

Em particular, que não foram transpostas para o RRGGA as normas anteriormente estabelecidas nos artigos 13.º e 14.º do Regulamento da CMVM n.º 3/2015. A primeira era relativa ao conteúdo mínimo obrigatório do regulamento interno das sociedades de capital de risco e das sociedades de empreendedorismo social, sendo que a obrigatoriedade de elaboração de tal documento desapareceu neste novo contexto regulatório. A segunda era referente à obrigação de prestação de informação aos investidores, em momento prévio à tomada, por parte destes, de decisões de investimento, que deixou de fazer sentido, face à aplicabilidade dos requisitos estabelecidos no RGA em matéria de documentos constitutivos, considerados os documentos adequados a disponibilizar em momento prévio ao investimento.

Por outro lado, os deveres de reporte a que se encontram sujeitas as sociedades gestoras de OIA de capital de risco, previstos no Anexo IX do RRGa, são similares aos que se encontravam previstos no anterior contexto regulatório, o que, em nossa opinião, é benéfico para a continuidade da supervisão da CMVM.

Notamos ainda uma última especificidade relativa ao capital de risco, prevista no art.º 77.º, n.º 8, consistente no facto de no caso de OIA de capital de risco, a informação que a sociedade gestora deve comunicar aos participantes relativa a erros que lhe sejam imputáveis deve ser comunicada de forma individual.

## 2. Conclusão

---

O RRGa trouxe consigo inúmeras diferenças para o quadro regulatório aplicável aos OIC, que agora incluem igualmente o capital de risco, as quais não conseguimos, naturalmente, abordar de forma exaustiva nesta sede.

Tendo já explicitado algumas ideias relativamente àquelas que acreditamos serem as alterações com o maior potencial de impacto prático na atividade operacional dos OICs, cabe finalmente relevar uma tendência geral, preconizada inicialmente pelo RGA e agora acompanhada pelo RRGa, de substituição da supervisão pela CMVM *a priori*, através de um maior controlo prévio ao exercício da atividade (ou à mudança do escopo desta, conforme aplicável), pela supervisão *ex post*, garantindo apenas, num primeiro momento, aquilo que se revela essencial para a proteção do investidor e integridade do mercado, e postergando para momento subsequente uma análise mais detalhada da robustez prudencial dos OIC.

A dimensão da reforma normativa, conjugada com a alteração do paradigma da supervisão, despoleta desafios significativos para a indústria da gestão de ativos que devem ser tidos em consideração, tanto pelo supervisor, como pelos supervisionados, de forma a que o processo de adaptação seja conseguido sem impactar negativamente a atividade.

Nesta linha é de destacar a preocupação da CMVM em contribuir para a compreensão das novas alterações legislativas, em particular, através da emissão das cartas circulares e, mais recentemente, com a publicação no seu web-site das perguntas e resposta sobre o quadro regulatório aplicável às sociedades gestoras e aos organismos de investimento coletivo.

Assim, entendemos que, embora padeça dos problemas típicos a uma reforma regulatória desta dimensão e complexidade, já abordados, o RRGa tem bastante potencial para ser a esperada regulamentação e cumprir o seu propósito de "*promover a competitividade e eficiência do mercado nacional*".