

Análise Crítica ao Regulamento da CMVM sobre Gestão de Ativos



Francisco Albuquerque Reis
ASSOCIADO SÉNIOR



Pedro Afonso Martinez
ASSOCIADO



Francisco Soares de Sousa
ASSOCIADO

No passado dia 27 de dezembro de 2023, foi publicado o Regulamento da CMVM n.º 7/2023, sobre gestão de ativos (de ora em diante, o “RRGA”), que aprova a regulamentação do Regime da Gestão de Ativos (de ora em diante, o “RGA”)¹.



André Fernandes Bento
RESPONSÁVEL DE ÁREA
Serviços Financeiros



Bernardo Abreu Mota
SÓCIO

Tal como sucedeu com o RGA no plano legislativo, o RRGA veio agora revogar e substituir dois regulamentos anteriores da CMVM, um aplicável ao capital de risco ², e o outro aos demais organismos de investimento coletivo (“OICs”)³, unificando também a regulamentação dos vários tipos de OICs.

A CMVM aproveitou, no relatório da consulta pública referente ao projeto de RRGA (a “Consulta Pública”), para transmitir posições sobre algumas das dúvidas colocadas pelas entidades participantes na mesma, sobre a adequada interpretação do RGA e do RRGA. Embora esse documento não tenha natureza imperativa, algumas conclusões nele transmitidas têm importância, porque permitem compreender o sentido em que o regulador interpretará no futuro algumas das disposições menos claras desses diplomas.

Na Secção I deste Insight, iremos analisar as principais inovações do RRGA

¹ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 27/2023.

² O Regulamento 3/2015, sobre capital de risco.

³ O Regulamento 2/2015, sobre OICs.

face aos regulamentos da CMVM que veio substituir (bem como face ao projeto de RRGGA anteriormente apresentado).

Na Secção II, abordaremos algumas das posições adotadas pela CMVM no seu relatório da Consulta Pública.

I. Análise do RRGGA

1. Entrada em vigor e Direito transitório

O RRGGA entrou em vigor no dia 1 de janeiro de 2024.

As sociedades gestoras e os OICs abrangidos pelo RRGGA têm 180 dias, ou seja, até 29 de junho de 2024, para procederem às alterações necessárias para se adaptarem ao RRGGA. A única norma que é aplicável imediatamente é a que consta do artigo 76.º do RRGGA, relativa às normas contabilísticas adotadas pelas sociedades gestoras.

No entanto, por regra, os deveres de cumprimento periódico previstos no RRGGA (como, por exemplo, certos deveres de reporte) aplicam-se, à partida, de imediato.

Em particular, as sociedades de capital de risco têm até 29 de fevereiro de 2024 para efetuar o reporte relativo à informação sobre a carteira (Secção I do Anexo IX), com exceção da informação relativa ao ativo total do OIC (campo 4 do bloco de informação n.º 4), por referência a 31 de dezembro de 2023.

Há exceções a estas regras, aplicáveis a OIAPPRs, fundos de empreendedorismo social e OIAs imobiliários qualificados (que não cumprem analisar neste documento).

Numa última nota, as modificações significativas da política de investimento, da política de distribuição de rendimentos, da política de endividamento ou da periodicidade de cálculo ou divulgação do valor das unidades de participação que visem simplesmente adaptar os documentos constitutivos do OIC ao RRGGA não precisam de ser previamente comunicadas à CMVM.

2. Alterações Substanciais

No âmbito da Consulta Pública foram vários os agentes do mercado que manifestaram a sua discordância com a opção regulamentar seguida pela CMVM de considerar a redução de capital da Sociedade Gestora como uma das alterações substanciais às condições de autorização das Sociedades Gestoras, o que leva a que as referidas alterações devam seguir o procedimento descrito no número 5 do artigo 26.º do RGA.

No relatório da Consulta Pública, a justificação apresentada pela CMVM para manter a redução de capital como uma alteração substancial às condições de autorização prende-se com o facto de uma avaliação posterior da projetada redução de capital (e que seja objeto de oposição pela CMVM) poder ter um maior impacto no supervisionado, que teria de reverter a opção inicialmente tomada.

Trata-se de uma opção com a qual não concordamos considerando, por um lado, as regras legais atualmente em vigor que exigem manutenção de mínimos de capital social e fundos próprios e o facto de se tratar de uma operação normal e usual na atividade de uma sociedade comercial, e por outro lado, que a CMVM pretende, com o RRGa, introduzir um *“quadro jurídico proporcional, simples e eficiente, promotor da proteção do investidor e da competitividade e eficiência do mercado”*, que não nos parece ser atingido com este tipo de opções regulamentares.

Foram também desenvolvidos no artigo 6.º do RRGa os vários elementos, que, sendo alterados, conduzirão a uma modificação significativa das políticas enunciadas na alínea a) do n.º 2 do artigo 27.º do RGA e da periodicidade de cálculo e divulgação de valor de unidades de participação.

3. Taxa de encargos correntes

Acedendo expressamente à sugestão formulada pela CS'Associados no âmbito da Consulta Pública ao RRGa, a CMVM aceitou restringir em larga medida o âmbito da exigência do cálculo da taxa de encargos correntes (TEC) dos OICs, passando só a ser obrigatória para os OICs abertos não dirigidos exclusivamente a investidores profissionais.

Embora a alteração não nos pareça ideal (por só consubstanciar uma alteração ao Regulamento da CMVM n.º 8/2020 e ao regulamento de gestão padronizado, mantendo inalterado o artigo 12.º do RRGa), entendemos que o artigo 12.º do RRGa é uma norma que fixa o método de cálculo da TEC, mas que não impõe que esta seja necessariamente calculada para OICs fechados ou para abertos dirigidos exclusivamente a investidores profissionais. Esta parece-nos ser a interpretação que resulta do relatório da Consulta Pública publicado pela CMVM.

Como tal, os OICs fechados e os OICs abertos dirigidos exclusivamente a investidores profissionais não terão de calcular a TEC.

4. Flexibilização de limites ao portfólio nos OICs fechados de subscrição particular

Como era de prever, a CMVM desenvolveu nos artigos 19.º e seguintes do RRGa algumas matérias sobre os OICs, que anteriormente se encontravam vertidas na Lei 16/2015, e se encontravam omissas no RGA, aguardando por regulamentação.

Assinala-se como positiva, relativamente a OIIs fechados com subscrição particular, a simplificação dos requisitos de composição do portfólio, tendo deixado de se prever a proibição contemplada no artigo 214.º da Lei 16/2015, para OIIs com mais do que 5 investidores que não fossem exclusivamente profissionais, de investir mais de 25% do património em imóveis fora da UE, e contrair dívida que excedesse 33% do património.

Com a publicação do RRGGA, independentemente do número de investidores e sua qualificação, desde que o OII seja fechado com subscrição particular, estas limitações deixam de ser aplicáveis, continuando apenas a ser exigível que o OII tenha pelo menos 2/3 do seu património investido em imóveis (sendo que também se prevê um regime de exceção para os últimos 24 meses do OII, de modo a viabilizar a liquidação do ativo).

5. OIAs de crédito – manutenção do requisito de haver administrador com experiência em concessão de crédito

Não obstante a CS'Associados ter sugerido algumas adaptações a este preceito, a CMVM manteve o requisito previsto na regulamentação anteriormente em vigor, de a gestora de OIAs de crédito dever ter pelo menos um administrador com experiência em concessão de crédito, avaliação e gestão de risco de crédito.

A CMVM considerou que a experiência relevante, nos termos descritos no parágrafo anterior, deve existir no seio da própria administração, independentemente de haver também colaboradores ou subcontratados que aportem essa experiência.

Continua a parecer-nos que o conceito de “experiência”, para os efeitos de avaliação da adequação dos administradores das gestoras de OICs, deveria ser interpretado de modo discricionário pelo regulador, tendo em consideração uma análise global do currículo de cada administrador.

6. Revisão de regras de composição do património dos OIAs de créditos

Enquanto no Regulamento 3/2015, era possível o OIA de créditos investir até 20% do património em liquidez, bem como até à mesma percentagem em títulos representativos de dívida, a CMVM acabou por remover estes limites, passando apenas o OIA de créditos a estar sujeito à regra que o obriga a alocar pelo menos 2/3 do património a créditos.

Foi também acolhida a nossa sugestão de previsão expressa da possibilidade de consórcio entre vários OIAs de créditos, deixando de se prever que deva ser um “consórcio bancário”, como decorria do anterior Regulamento (artigo 25.º).

Relativamente ao conceito de “títulos de dívida”, tendo em conta algumas passagens do relatório de consulta, a CMVM não os estará a considerar

qualificáveis como “créditos”, entendendo que se tratam apenas dos instrumentos financeiros tipicamente transacionados em plataformas de negociação ⁴ (mas por vezes numa base OTC), como por exemplo obrigações do tesouro, e não propriamente operações casuisticamente montadas pelos OIAs de créditos, que possam assumir a forma de emissão obrigacionista (estas sim, a nosso ver, qualificáveis como “créditos” para o efeito do RRGa).

7. Elementos Caracterizadores e Ausência de Composição de Património

O RRGa exige que os principais elementos caracterizadores dos OIC sejam incluídos na respetiva denominação. Exige-se ainda que a denominação dos OICs que não assumam compromisso quanto à composição do património contenham a expressão “flexível” e que os respetivos boletins de subscrição tenham menção destacada que o risco do OIC pode ser alterado devido, nomeadamente, à modificação da composição do património e da natureza dos ativos que o integram.

Foram efetuados vários contributos na Consulta Pública chamando a atenção para a falta de clareza destas normas, assentes em conceitos indeterminados vagos, numa matéria em que se pretende naturalmente que haja diretrizes de fácil apreensão.

O limite daquilo que já constitui um “elemento caracterizador” ou “um objetivo específico” digno de menção e aquilo que é apenas normal delimitação da política de investimento de um OIC dentro do respetivo tipo ou entre o que é “ausência de compromisso quanto ao património” e aquilo que é um alinhamento com os vários tipos de ativos permitidos a um determinado tipo de OIA, será matéria propícia a dúvidas e incerteza na aplicação desta norma.

Destacou-se, nomeadamente, a dificuldade de aplicação destas regras à realidade dos organismos de investimento alternativo, nomeadamente dos fundos de capital de risco. A CS'Associados alertou ainda que estas normas podiam resultar em denominações desproporcionalmente extensas e complexas.

Não obstante os vários contributos nesta matéria, a CMVM manteve estas normas maioritariamente inalteradas.

A entrada em vigor do RRGa vai exigir, assim, que muitos OICs que acabaram de alterar a designação para cumprir com as disposições do RGA, tenham de a alterar novamente, incorrendo em novos custos com essa alteração.

No que respeita ao capital de risco, a CMVM referiu no relatório da Consulta Pública que “Os “Fundos de Capital de Risco”, assim designados, incluem já

⁴ A CMVM aliás tinha previsto no projeto de RRGa que os “títulos de dívida” deveriam ser negociados em plataformas de negociação, tendo acabado por remover este requisito, na sequência de comentário apresentado pela CS'Associados.

na respetiva denominação referência ao principal elemento caracterizador predominante (capital de risco), cumprindo assim a exigência prevista no artigo 8.º/2 do RGA quanto à utilização da expressão “fundo” e a do artigo 13.º/1 do RRGGA no que respeita ao tipo de ativo/objetivo específico, caso não existam outros elementos caracterizadores predominantes relevantes”. Permanece a dúvida quanto ao que será ou não considerado “outros elementos caracterizadores predominante relevantes”.

8. Exigência de novas políticas

Por comparação com a regulamentação anterior, o RRGGA vem prever a existência de algumas novas políticas e procedimentos, com destaque para os seguintes:

- a) Políticas e procedimentos sobre estruturas de custos imputáveis ao OIC e respetivos participantes;
- b) Política de avaliação de *inducements*, tendo em conta o risco de ocorrência de conflitos de interesse (um requisito que anteriormente apenas decorria de um regulamento da UE, aplicável a gestoras de grande dimensão);
- c) Para os OICs que recorram ao reporte ou empréstimos de valores mobiliários, adoção de procedimentos e regras para a aplicação de ajustamentos ao justo valor dos ativos recebidos a título de garantia.

9. Regulamentos de Gestão Padronizados

O artigo 53.º do RRGGA exige que o regulamento de gestão de certos OICs siga um modelo padronizado constante do anexo II do RRGGA.

Entre os OIC abrangidos por esta obrigação regulamentar inclui-se qualquer “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 € 100 000”.

Esta norma foi das mais larga e fortemente criticadas na Consulta Pública, tendo recebido objeções vincadas de uma larga maioria dos contributos na Consulta Pública.

Nas várias objeções a esta norma, incluindo no contributo da CS'Associados, chamou-se a atenção para:

os efeitos nefastos que a mesma teria no mercado da gestão de ativos, nomeadamente no caso do capital risco;

- para a desadequação da utilização de um modelo padronizado para uma realidade contratual que necessita de flexibilidade;
- para a dificuldade que a utilização deste modelo traria na negociação com investidores internacionais;
- para a desvantagem competitiva face a outros mercados nos quais não exige esta exigência;

- para o desalinhamento com os objetivos da reforma legislativa levado a cabo com o RRGGA, tratando-se de um caso de *goldplating* muito manifesto, que reduz a competitividade nacional e aumenta a carga regulatória.

A CS'Associados, em particular, destacou ainda a desproporcionalidade gritante desta exigência no que respeita aos OICs fechados e o facto de a mesma vir coartar o trabalho que estava a ser feito nos últimos anos de aproximação dos regulamentos de gestão nacionais aos seus equivalentes internacionais (não se incluindo sequer uma versão inglesa do documento). Apesar de todas estas objeções e alertas, a CMVM manteve a norma praticamente inalterada, acrescentado apenas uma disposição especial de direito transitório.

Os argumentos da CMVM para esta posição são difíceis de compreender, nomeadamente em face de uma posição tão clara e unânime do mercado. Em especial, não se entende a afirmação de que “as desvantagens decorrentes da implementação de um novo documento são superadas pelas vantagens da padronização da informação prestada ao mercado”, atendendo a que (i) o regulamento de gestão não é um documento de informação, mas sim um documento contratual, que rege o funcionamento dos OICs, e (ii) os documentos de informação a investidores não profissionais já se encontram padronizados na legislação europeia e nacional aplicável. Como referimos no nosso contributo para a Consulta Pública, esta exigência é equivalente a exigir a padronização dos estatutos das sociedades comerciais, e não apenas das cotadas, uma vez que também se abrangem OICs fechados cujas UPs não são negociadas em mercado regulamentado. Contudo, é tratada do mesmo modo que a uniformização do prospeto.

Acresce que a própria redação da norma é pouco clara, não sendo isenta de dúvidas interpretativas quanto ao seu âmbito de aplicação no caso dos OIC fechados e não exclui (pelo menos, no plano literal) os casos em que um mínimo de subscrição inferior a EUR 100.000 seja apenas aplicável a membros da equipa de gestão da sociedade gestora.

No que toca ao direito transitório, dispõe-se que esta exigência não é aplicável “não é aplicável aos OIC fechados já constituídos à data de entrada em vigor do presente Regulamento, relativamente aos quais não se verifiquem subscrições, nem aumentos de capital, posteriores à referida data”. A redação também não nos parece ideal, uma vez que devia ficar claro que a exceção apenas se aplica se as novas subscrições ou aumentos de capital forem efetuados por investidores não profissionais que invistam menos de EUR 100.000.

10. Compensação dos Participantes por erros imputáveis à Sociedade Gestora

Apesar de terem sido vários os contributos no sentido de solicitar a suavização do regime da compensação por erros imputáveis à Sociedade Gestora, incluindo por comparação com regimes equivalentes existentes noutros ordenamentos jurídicos, a CMVM manteve a opção regulamentar inicialmente proposta.

11. Regras de Valorização

Com a entrada em vigor do RRGa foram introduzidas várias alterações no que diz respeito à forma de cálculo do valor líquido global dos OIC, bem como às regras valorimétricas de valorização dos ativos que integram o património dos OIC, o que conduzirá à necessidade de as sociedades gestoras alterarem os documentos constitutivos dos OIC (nomeadamente os Regulamentos de Gestão), de forma a refletir as novas regras constantes do RRGa.

II. Posições da CMVM na Resposta à Consulta Públicas

1. Entendimento sobre Reduções de Capital

Foram suscitadas algumas dúvidas na Consulta Pública quanto à viabilidade, no regime legal atual, de os Fundos de Investimento efetuarem reduções de capital por redução do valor das unidades de participação.

Esta forma de redução de capital é muito comum na prática de mercado dos Fundos de Investimento, podendo ter várias vantagens do ponto de vista operacional e de implementação das reduções de capital que abrangem todos os participantes dos Fundos. É também uma forma de redução largamente utilizada pelas sociedades comerciais (cotadas e não cotadas, com ações e sem ações com valor nominal).

No RGA, esta forma de redução continua a estar expressamente prevista no artigo 250.º número 7, relativo à liquidação extrajudicial de organismos de investimento coletivo. Contudo, de um ponto de vista puramente literal, o seu enquadramento no artigo 214.º do RGA podia ser visto como menos evidente do que o era no anterior Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado, aprovado pela Lei n.º 18/2015 e revogado pelo RGA (“RJCR”).

A CMVM no seu relatório da Consulta Pública esclareceu as dúvidas suscitadas no sentido da permissão desta forma de redução de capital, esclarecendo que o facto de o artigo 214.º/2 apenas mencionar a redução de capital do OIC por extinção ou reagrupamento de unidades de participação “não significa que a redução de capital do OIC por via da redução do valor das

UP não seja admissível, desde que cumpridos os requisitos legais aplicáveis (cf. artigo 214.º do RGA)” e que as regras do artigo 214.º apenas fazem referência à extinção e reagrupamento por forma a esclarecer que “aquelas duas específicas modalidades de redução do capital, por não serem as mais usuais, são admissíveis”.

É uma posição com a qual concordamos e que entendemos ser a que melhor se coaduna como leitura integrada do atual regime legal, pelo que vemos como positivo este esclarecimento da CMVM. Contudo, atendendo à importância do tema e à quantidade de dúvidas que surgiram a este respeito com a aprovação do RGA, parece-nos que teria sido preferível incluir o esclarecimento desta matéria no próprio RRGGA.

2. Carteira Própria

Na Consulta Pública houve vários pedidos de esclarecimento dirigidos à CMVM quanto à possibilidade de as sociedades gestoras de grande dimensão poderem deter carteira própria, em especial quanto à detenção de unidades de participação dos OIC por si geridos.

Embora a permissão de prosseguir a atividade profissional de carteira própria apenas esteja prevista para as sociedades de pequena dimensão, é importante que seja esclarecido que tal não impede as sociedades de grande dimensão de terem carteira própria, desde que essa detenção não corresponda a uma atividade profissional autónoma da gestão de ativos. Será esse claramente o caso na detenção de unidades de participação de OICs geridos pela própria sociedade gestora, situação diretamente conexa com a própria atividade de gestão, mas também nos casos em que são detidos instrumentos financeiros numa mera lógica de gestão de tesouraria e liquidez.

Note-se, aliás, que a detenção de unidades de participação pelas sociedades gestoras é prática comum e importante no mercado internacional e nacional da gestão de ativos, sendo muitas vezes exigida pelos investidores institucionais como forma de assegurar que a sociedade gestora tem suficiente “*skin in the game*” e desse modo promover um maior alinhamento de interesses da sociedade gestora com os investidores.

Os esclarecimentos da CMVM no relatório da consulta pública do próprio RGA referiam, aliás, que aquilo que se permitia às sociedades de pequena dimensão mas não às sociedades de grande dimensão era “**a título profissional**, investir para carteira própria” (sublinhado nosso).

Nesta sede, a CMVM remeteu o esclarecimento desta matéria para documento autónomo.

3. Entendimento da CMVM sobre o conceito de “subcontratação”

A CMVM transmitiu o entendimento de que o conceito de “subcontratação” deve estar circunscrito às funções core da entidade gestora: gestão (de carteiras ou de risco), administração e comercialização dos OICs.

A posição encontra-se alinhada com os entendimentos da ESMA sobre as funções sujeitas aos requisitos em matéria de “subcontratação”, mas não permite esclarecer dúvidas que se têm levantado aos operadores, quanto aos critérios adequados para distinguir, em certas situações de fronteira, entre uma “prestação de serviços” e uma “subcontratação” (na versão em inglês da AIFMD, a nossa “subcontratação” consta como “delegation”).

A título de exemplo, o RGA considera que o “jurídico” e “contabilidade” se encontram englobados na “administração” dos OICs, mas afigurar-se-ia exagerado concluir que a obtenção de apoio por parte de um *in-house lawyer* ou contabilista da gestora, junto de escritório de advogado ou consultora de contabilidade, fosse qualificável como uma “subcontratação” destas áreas.

Entendeu a CMVM, relativamente a esta temática, que *“a sua cristalização em norma regulamentar, ainda que de forma exemplificativa, confere rigidez, não apresentando, da perspetiva da CMVM, vantagens que se sobreponham aos potenciais inconvenientes.”* ^{CS'}