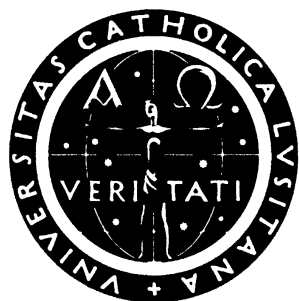


UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA DO PORTO

ESCOLA DE DIREITO



CATÓLICA

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA | PORTO

ORGANISMOS DE INVESTIMENTO  
COLETIVO:

A Sua Regulação no Rescaldo da Crise Financeira

RUI JORGE VERÍSSIMO MOREIRA DE CARVALHO E ALMEIDA

MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO

Dissertação realizada sob a orientação do Excelentíssimo  
Senhor Professor Doutor Armando Triunfante

PORTO · 2014

*Dedicado a:*

**Jorge Nuno de Lima Pinto da Costa**

*Agradecimentos*

*Ao Excelentíssimo Senhor Professor Doutor Armando Triunfante pelas sugestões e críticas que tanto aprimoraram este escrito.*

*À Excelentíssima Senhora Professora Maria João Carreiro Romão Vaz Tomé por toda a paciência oferecida.*

*Ao Excelentíssimo Secretário de Justiça do Tribunal Judicial de Vila Nova de Gaia Fernando Peixoto, e à (de facto) Excelentíssima Escrivã de Direito do Tribunal de Família e Menores Cristina Damião, pela vigorosa compreensão.*

*Àqueles que se revelaram essenciais para a concretização do meu desígnio, Nuno Temudo, João Santos, Pedro Morais, Miguel Faria, José Paixão, Bruno Costa Gomes.*

*À minha família, primordialmente, aos meus avós João, Maria Fátima e Lucília Primavera, pelo apoio inabalável.*



## **Nota Prévia**

No presente estudo, os artigos indicados, reportam-se ao Decreto-Lei 63-A/2013 de 10 de Maio, que aprova o Novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo, salvo menção em contrário. Todas as referências a fundos de investimento excluem os fundos de investimento imobiliários, salvo indicação em contrário.

As referências bibliográficas repetidas serão remetidas para o número (*n.*) correspondente à sua primeira menção.

A representação gráfica dos preceitos normativos europeus, reproduz o texto original.

## Índice

Introdução .....	1
Título I – Os Organismos de Investimento Coletivo no nosso Ordenamento Jurídico....	3
Ponto 1 – Os Instrumentos Financeiros .....	3
1.1. As Unidades de Participação .....	4
Ponto 2 – Os Organismos de Investimento Coletivo .....	6
2.1. OICVM e OIA .....	8
2.2. OIAVM.....	12
2.3. OIC Abertos e OIC Fechados .....	13
2.4. Tipologia de OIC.....	14
2.5. As Sociedades de Investimento Mobiliário .....	15
Ponto 3 – Os OIA.....	16
3.1. Constituição de OIA .....	16
3.2. Supervisão comportamental .....	19
3.3. O regime dos OIA fechados de subscrição particular e dos OIA dirigidos exclusivamente a investidores qualificados .....	20
3.4. Alterações subsequentes relevantes.....	21
Ponto 4 – As Entidades Responsáveis pela Gestão .....	23
4.1. Noção .....	23
4.2. Autorização .....	24
4.3. Atividade .....	25
4.4. Cessação da autorização.....	28
Sub-Título I – A Diretiva relativa aos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo .....	30

Ponto I – Análise Geral.....	30
1.1. Enquadramento .....	30
1.3. Isenções .....	34
1.4. Harmonização de regimes relativos às Entidades Responsáveis pela Gestão dos diferentes OIC .....	36
Ponto 2 – Especificidades .....	36
2.1. Gestão de Risco.....	38
2.2. Aquisição de controlo de empresas não cotadas.....	41
Conclusão.....	43
Bibliografia Consultada .....	45

## **Lista Abreviaturas**

A. - Autor

Art. - Artigo

BP - Banco de Portugal

CEM - Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários

Cf. - Confira

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNSF - Comissão Nacional de Supervisores Financeiros

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

Diretiva GFIA – Diretiva nº 2011/61/UE

Diretiva OICVM – Diretiva nº 2009/65/CE

DL – Decreto-Lei

DSR - Direito das Sociedades em Revista

Ed. – Edição

EFAMA – European Fund and Asset Management Association

EG – Entidades Gestoras

ERG – Entidade Responsável pela Gestão

ESMA - European Securities and Markets Authority

FI – Fundos de Investimento

GFIA – Gestores de Fundos de Investimento Alternativos

IFI – Informações fundamentais ao investidor

IIFA – International Investment Funds Association

N. - nota

Nº - número

N.d. – No date

NRJOIC – Novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo

OEI – Organismos Especiais de Investimento

OIA - Organismos de Investimento Alternativo

OIAVM – Organismos de Investimento Alternativo em Valores Mobiliários

OIC - Organismos de Investimento Coletivo

P - Página

PE – Parlamento Europeu

Pp. – páginas

PwC - PricewaterhouseCoopers

RDS - Revista de Direito das Sociedades

Reg. - Regulamento

RFDUP - Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto

RGICSF - Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

RJOIC – Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo

ROA – Revista da Ordem dos Advogados

SA - Sociedade Anónima

SG – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento

SGPS - Sociedade Gestora de Participações Sociais

SICAF – Sociedades de Investimento Mobiliário de capital fixo

SICAV - Sociedades de Investimento Mobiliário de capital variável

SIM - Sociedades de Investimento Mobiliário

SRS – Sociedade Rebelo de Sousa & Advogados Associados

UE – União Europeia

UP – Unidades de Participação

VM – Valores Mobiliários

Vol. - Volume

## **Abstract**

*The recent changes regarding the regulation in the financial system also had their share of impact towards the collective investment schemes industry. This dissertation intends to provide guidance concerning the major legal transformations in this sector, introduced in the Portuguese and European jurisdictions. This essay starts with a critical analysis of the new Portuguese regime prescribe to the generality of mutual investment channels, and secondly it summarises the main measures adopted by the EU regarding alternative investment vehicles.*

## **Introdução**

O presente trabalho, subordinado ao tema dos OIC, aborda a interceção de imperativos jurídicos e económicos que ocorre no âmago destas entidades. A tensão latente entre estas duas forças revela-se, na maioria das vezes, profícua. Ora, porque se complementam, fornecendo o Direito a confiança que os investidores requerem para adquirir ativos económicos de valor fiduciário. Ora porque, buscando fins antagónicos, como a exponenciação da eficiência económica e a proteção jurídica da parte mais débil, alcançam, conjuntamente, o desenvolvimento social. Esta convergência é perceptível nos propósitos de salvaguarda dos investidores e da integridade do mercado, omnipresentes na legislação disciplinadora do sistema financeiro.

A compreensão destes esquemas de investimento torna-se particularmente aliciante se tomarmos em atenção o facto desta representar, atualmente, uma verdadeira indústria a nível global. Segundo a IIFA, em 2013, existiam 76,200 OIC detentores de ativos de valor superior a 20 milhões de milhões de Euros, um recorde histórico<sup>1</sup>.

Este estudo visa uma análise de dois tópicos essenciais. O primeiro incide sobre a globalidade dos OIC, mediante um exame às alterações ocorridas na esfera destas entidades, motivadas pela Diretiva OCVM e pelo NRJOIC, que visou a sua transposição para o nosso ordenamento jurídico.

O objeto do segundo recai sobre os OIA, cuja realidade hodierna se caracteriza por uma mudança de paradigma em curso, notória pela cessão da liberdade regulatória a que estas entidades se encontravam votadas. A supracitada transformação teve como elemento catalisador a crise económica e financeira, de proporções globais, com início em 2008. O comentário ao inovador regime dos OIA focar-se-á necessariamente nas

---

<sup>1</sup> Estes dados estão disponíveis em: [http://www.iifa.ca/industry\\_statistics/index.html](http://www.iifa.ca/industry_statistics/index.html). Portugal não se encontra imune a esta realidade, os OIC sediados no seu território agregam ativos no valor de quase 8 mil milhões de Euros, segundo o Boletim da CMVM n° 251, de Março de 2014.

disposições da Diretiva GFIA, uma vez que o legislador nacional ainda não deu acolhimento ao sobredito diploma.

As medidas nacionais e europeias na presente matéria partilham do escopo de facultar simultaneamente segurança aos investidores e liquidez aos mercados. O processo que compõe o presente escrito procura finalisticamente averiguar a adequação das mesmas aos dilemas colocados por um sistema financeiro plenamente interligado no seu perpétuo devir.

# **Título I – Os Organismos de Investimento Coletivo no nosso**

## **Ordenamento Jurídico**

### **Ponto 1 – Os Instrumentos Financeiros**

Em todas as sociedades existem, permanentemente, agentes económicos com necessidades divergentes. Uns procuram financiar-se, outros pretendem investir. Os instrumentos financeiros são um dos meios ao seu dispor para satisfazer as suas pretensões microeconómicas e, reflexamente, alcançar o equilíbrio macroeconómico.

Mediante a relação descrita, o emitente confere direitos ao investidor e este aceita alocar o seu capital a um terceiro, pois acredita que isso lhe será benéfico no futuro.

Esta convicção assenta na imperatividade de compensação do investidor por este estar disposto a partilhar o risco que corre por conta do emitente. Deste modo, paralelamente à função de repartição dos ativos económicos, pode verificar-se a função de distribuição e partilha de risco por parte dos instrumentos financeiros.

O desempenho das funções enunciadas assume particular importância, tendo em conta que no Direito pátrio, bem como no comunitário, não existe uma definição sedimentada de Instrumentos Financeiros, mas sim uma enunciação<sup>2</sup> dos Instrumentos que executam as funções referidas, podendo assim integrar o catálogo taxativamente aberto<sup>3</sup> dos Instrumentos Financeiros<sup>4</sup>.

Neste contexto, os VM assumem particular relevância: por um lado, pelo volume de capital que as suas transações envolvem e, por outro, pela sua alargada diversidade.

---

<sup>2</sup> Constante no art. 2º/1/a) a f) do CVM e da Secção C do Anexo I da Diretiva 2004/39/CE.

<sup>3</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 41 e 42.

<sup>4</sup> A este respeito verifica-se uma divergência classificativa, mas não funcional entre a tipificação nacional e comunitária do conceito. Enquanto que o art. 1º do CVM engloba no conceito de VM as unidades de participação, a Secção C do Anexo I da Diretiva 2004/39/CE desconecta do conceito de VM as unidades de participação como refere ENGRÁCIA ANTUNES, “Valores mobiliários conceito, espécies e regime jurídico”, in RFDUP, Ano V, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, p. 127.

As múltiplas categorias que compõem o conceito de VM deverão satisfazer as condições prescritas na alínea art. 1º/g) CVM, nomeadamente a representabilidade, homogeneidade e negociabilidade<sup>5</sup>.

A primeira das condições pressupõe que os direitos e deveres resultantes da relação entre emitente e investidor se manifestem no tráfico jurídico através do VM daí resultante.

A homogeneidade revela o carácter plenamente fungível destes Instrumentos Financeiros na medida em que, para quem os negocia, apenas se afigura pertinente conhecer a categoria em que se inserem. A sua negociação rege-se pelo “princípio da indiferença real”<sup>6</sup>.

Por último, quanto à negociabilidade, destaca-se a sua aptidão circulatória, que promove uma comercialização de forma imediata e massificada.

### ***1.1. As Unidades de Participação***

No âmbito do presente estudo, a análise das UP, enquanto categoria típica e nominada<sup>7</sup> de VM, prevista na alínea art. 1º/d) do CVM, assume particular relevância.

A sua aquisição acarreta por parte do investidor a assunção do “estatuto jurídico do participante (...) ou seja, uma *“posição jurídica unitária e global, constituída por um feixe de direitos e deveres”*<sup>8</sup>.

A realidade das UP expressa de forma própria as características identitárias do conceito de VM. Quanto à sua negociabilidade, destaca-se a elevada frequência com que

---

<sup>5</sup> Vide OLIVEIRA ASCENÇÃO, “Valor Mobiliário e Título de Crédito”, in Separata da ROA, Ano 56, III, Lisboa, 1996, p. 845 e 846. As *“características distintivas dos valores mobiliários”* enunciadas pelo autor são reconduzíveis às condições supracitadas. A representatividade é abordada na medida, em que os VM são *“sinal perceptível”* de direitos”. A homogeneidade liga-se à característica de se tratar de *“valores de massa”*, o que *“traduz a fungibilidade”*. Por último, a negociabilidade transparece na *“negociação num mercado organizado”*, cf., entre outros, ENGRÁCIA ANTUNES, (n. 3), p. 55.

<sup>6</sup> OLIVEIRA ASCENÇÃO, “O novíssimo conceito de Valor Mobiliário”, in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, p. 150.

<sup>7</sup> PAULA COSTA E SILVA, *Direito dos Valores Mobiliários - Relatório*, Coimbra Editora, Coimbra, 2005, p. 145

<sup>8</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, (n.4), p.128.

ocorre no mercado primário<sup>9</sup>, no seguimento da sua subscrição, fruto do carácter direto deste processo<sup>10</sup>.

O carácter homogéneo das UP constitui um elemento central da sua natureza, visto estas serem partes de conteúdo idêntico de um património autónomo<sup>11</sup>, cujo valor se determina em função do número de UP que o compõe (art. 6º/1 e 7º/1).

No que concerne à sua representabilidade, estas podem assumir formas tituladas ou escriturais<sup>12</sup>, representando uma “quota ideal”<sup>13</sup> do património do OIC.

As UP consideram-se VM secundários, por apelarem à intervenção de intermediários financeiros, que adquirindo VM primários, os convertem em secundários, tornando-os assim suficientemente apelativos para os aforradores<sup>14</sup>.

Os Direitos inerentes a estes VM refletem as particularidades subjacentes à relação triangular que está na sua origem, na qual intervêm o investidor, o OIC e o emitente original de outros VM, que não UP. Daqui resulta que “*a ligação entre o detentor da unidade de participação e a sociedade, cujos ativos integram a carteira do fundo, é indireta*”<sup>15</sup>. Logo, os direitos sociais decorrentes da aquisição destes ativos serão naturalmente exercidos pelo seu titular. Por exemplo, será o OIC a ter assento na Assembleia Geral da SA<sup>16</sup>.

---

<sup>9</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, (n.3), pp.58 e 102.

<sup>10</sup> PAULO CÂMARA, “Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários”, in AA.VV., Direito do Mercado de Valores Mobiliários, Edição Lex, Lisboa, 1997, p. 218.

<sup>11</sup> ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, 6ª ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2011, p. 741. “*as ups representam uma propriedade coletiva constituída pelo património do oic e não apenas um direito social*”.

<sup>12</sup> ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, (n. 11), p. 741.

<sup>13</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, (n. 4), p. 127

<sup>14</sup> MARIA JOÃO TOMÉ, *Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, Almedina, Coimbra, 1997, p. 20, considera que para “*os aforradores, as unidades de participação constituem uma aplicação única e indirecta que lhes asseguram uma divisão de riscos que, de outro modo, pressuporia uma multiplicidade de aplicações directas da sua parte*”. Cf., entre outros, PAULA COSTA E SILVA, (n. 7), p. 164.

<sup>15</sup> PAULA COSTA E SILVA, (n. 7), p. 176.

<sup>16</sup> De acordo com MARIA JOÃO TOMÉ, (n.14), p. 20, “*os aforradores*” (...) “*apenas participam nos resultados económicos da gestão do fundo, mas não nos resultados económicos da gestão do património da sociedade*”.

No que à sua subscrição diz respeito<sup>17</sup>, esta é singular pois existe apenas uma entidade emitente, e é contínua, dado que este VM “*vai-se constituindo à medida que surgem as subscrições das unidades de participação*”<sup>18</sup>.

O conteúdo concreto da UP será determinado, no geral, pela natureza do OIC emitente e, em especial, pelo seu regulamento de gestão<sup>19 20</sup>.

## Ponto 2 – Os Organismos de Investimento Coletivo

Considera-se Estrutura de Investimento Coletivo qualquer entidade que permita aos investidores agregar o seu capital e investir os fundos assim cumulados<sup>21</sup>, evitando, por esta via, a aquisição individual de ativos.

São pacificamente reconhecidas as vantagens que estes esquemas de investimento podem oferecer aos seus participantes: de índole técnica, mediante a garantia de uma gestão profissionalizada; económica, atendendo à escolha admitida ao investidor, do tipo de carteira e do grau de risco pretendido; e financeira através da fomentação de economias de escala<sup>22</sup>. Os benefícios alastram-se ao sistema financeiro, pois os OIC proporcionam um “*aumento do volume de transações, acrescentando liquidez e realizando operações que, de outra forma, não teriam lugar*”<sup>23</sup>.

---

<sup>17</sup> PAULO CÂMARA, (n. 10), p. 215-218. Esta poderá ser pública ou particular (art. 109º e 110º CVM).

<sup>18</sup> PAULO CÂMARA, (n. 10), p. 213.

<sup>19</sup> PAULA COSTA E SILVA, (n. 7), p. 166.

<sup>20</sup> Como ensina MARIA JOÃO TOMÉ, (n.14), p.43. os “*efeitos decorrentes do acto de subscrição não se reduzem apenas e tão somente àqueles de uma mera aquisição de valores mobiliários (...) pois que acarretam, para o participante, a “adesão” às condições de investimento estabelecidas no respectivo regulamento de gestão, assim como a atribuição, à sociedade gestora, dos poderes necessários ao desenvolvimento da sua actividade*”.

<sup>21</sup> Distinguindo-se assim da “*gestão de patrimónios individuais*”. Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, p. 773.

<sup>22</sup> ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, “O governo dos fundos de investimentos”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 9 e 10, cf., entre outros, MARIA JOÃO TOMÉ, (n.14), p. 17.

<sup>23</sup> HUGO MOREDO SANTOS, “Um governo para os fundos de investimento”, in AA.VV., *O governo da organizações, a vocação global do corporate governance*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 373.

Os FI são uma espécie dentro do género dos OIC<sup>24</sup>.

O art. 2º/1/a) procede à definição de OIC na sua vertente institucional e funcional.

A vertente funcional prende-se com a estatuição legal de uma conduta norteada para a prossecução do interesse dos participantes e repartição do risco.

O funcionamento específico destes organismos assenta na segregação entre capital, detido pelos participantes, e gestão<sup>25</sup>, entregue a uma entidade vocacionada para o efeito. Este funcionamento acarreta a imposição de regras injuntivas de administração no exclusivo interesse dos participantes, de modo independente, (art. 2º/1/a), 14º e 68º), salvaguardando a confiança dos investidores<sup>26</sup>.

O conceito de OIC dilatou-se com a entrada em vigor do NRJOIC, bastando agora, para se subsumir a esta noção, que o esquema de investimento coletivo capte “*capitais obtidos junto dos investidores*”(art. 2º/1/a). Tipificando-se, inclusivamente, no recém-criado regime os “*OIC fechados de subscrição particular*”(art. 47º do Reg. da CMVM 5/2013). O revogado RJOIC<sup>27</sup>, exigia que esta atividade decorresse “*junto do público*”<sup>28 29</sup> (art. 1º/2 do RJOIC). O abandono da tradicional índole pública, da “*fonte de financiamento*” do OIC<sup>30</sup>, parece ter como propósito a uniformização da regulação dos esquemas de investimento coletivo, independentemente das suas divergências

---

<sup>24</sup> ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário: regime jurídico*, Almedina, Coimbra, 1999, pp. 553 e 554, cf., entre outros, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, (n.22), p. 10.

<sup>25</sup> CATARINA ROMÃO PINHO, “Os fundos de investimento mobiliário no Direito português: natureza jurídica e exercício do direito de voto pela entidade gestora”, in RDS, IV, 1, Almedina, Coimbra, 2012, p. 112, explicita que “*o património administrado por uma sociedade a quem se atribuem poderes de domínio (...) sem que seja uma verdadeira proprietária*”. Cf., entre outros, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, (n.11), p. 741.

<sup>26</sup> Defende por isso, FERNANDO NUNES SILVA, “*Governança de Organismos de Investimento Colectivo, Análise Crítica do Modelo Vigente em Portugal*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 21, 2005, p.72. que “*a relação que assim se estabelece entre operador e participantes, deve sujeitar o primeiro à observância de um dever fiduciário de prossecução do exclusivo e melhor interesse dos participantes*”.

<sup>27</sup> Instituído pelo DL 252/2003 de 17 de Outubro.

<sup>28</sup> Estatuindo, por isso, para o OIC, critérios idênticos, à então vigente, noção de oferta pública (art. 1º/3/a) e c) do RJOIC).

<sup>29</sup> PAULA COSTA E SILVA, (n. 7), p. 171, no enquadramento dado pelo RJOIC aos OIC, entende que de fora da noção ficavam os OIC cujas UP, não se dirigissem “*nem a um público vasto (...) nem indeterminado*”.

<sup>30</sup> HUGO MOREDO SANTOS, (n. 23) , p. 378.

quanto a este elemento. Apesar de, para tal, sacrificar um dos aspetos, até aqui, caracterizadores da figura<sup>31</sup>.

A vertente institucional acarreta uma distinção quanto à atribuição ou não de personalidade jurídica.

O OIC será dotado de personalidade jurídica se assumir a forma de SIM. Esta factualidade é inerente à sua condição de SA (art. 4º/1 e 3)<sup>32</sup>.

Diversamente, se assumir a forma de FI, a gestão do património autónomo que este constitui será, necessariamente, atribuída a uma entidade externa. A carência de personalidade jurídica dos FI (art. 4º/2) resulta, imperativamente, numa cisão entre o património, dos primeiros, e a gestão, atribuída à segunda entidade.

## **2.1. OICVM e OIA**

O art.2º/b) e c) procede a um recorte essencial dentro do conceito de OIC, ao cindir esta noção entre OICVM e OIA<sup>33</sup>.

Para se considerar OICVM, o OIC terá que possuir quatro características essenciais: ser aberto<sup>34</sup>; a sua subscrição não se dirigir exclusivamente a investidores qualificados (art. 2º/1/b/i) e ii)); as suas UP estarem dispersas, no mínimo, por 100 participantes (art. 16º/1/a))<sup>35</sup>. A quarta condição passa pela sua política de investimento, que terá que incidir sobre VM e ativos financeiros líquidos, (art. 2º/1/b/i), e 133º a

---

<sup>31</sup> Como se depreende da leitura de ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, (n. 24), p. 43, cf., entre outros, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, (n.11), p.740.

<sup>32</sup> ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, (n.22), p. 13.

<sup>33</sup> A terminologia “*harmonizado*” e “*não harmonizado*” presente no RJOIC, é agora substituída pela dicotomia entre OICVM e OIA.

<sup>34</sup> A Diretiva OICVM impõe, no seu art. 1º/2/b) e 3º, a possibilidade de resgate das UP nestes organismos, além de excluir diretamente do conceito de OIVM os OIC fechados. O art. 2º/2/a) da Diretiva GFIA integra os OIC fechados na noção de OIA.

<sup>35</sup> Esta imposição não consta da Diretiva OICVM, o que de modo algum significa uma negação dos princípios comunitários, uma vez que o art. 1º/7 da norma permite que os Estados-Membros sujeitem os OICVM a requisitos adicionais.

137º)<sup>36</sup>, e recorrer a técnicas de gestão do investimento e endividamento específicas (art. 138º a 144º). Todos os restantes OIC integram a categoria de OIA.

A definição dos OIA pela negativa (art. 2º/1/c)) não é novidade, já que também a nível europeu se destaca o recurso a esta técnica, por força do plasmado no art. 4º/1/a)/ii) da Diretiva GFIA, onde se determina como OIA um OIC que não possa ser considerado OICVM.

O afinilamento classificativo compreende-se à luz do propósito regulatório pós- crise, pois o objetivo de impedir que categorias houvesse, como no passado, órfãs de regulação<sup>37</sup> assim o determinou. Não obstante, esta realidade permite a possibilidade, indesejada, de sujeitar OIA profundamente diversos a idêntica legislação.

De modo a reconduzir determinado OIC à categoria de OIA, o nosso regime apela ao critério subjetivo da natureza e quantidade dos investidores e ao critério objetivo, com referência à política de investimento e à natureza aberta ou fechada do OIC.

Começando pela natureza dos investidores, apesar de o OIC se vocacionar tendencialmente para a subscrição pública, este elemento não é omnipresente, admitindo-se, hodiernamente, OIC de pendor privatístico. São os OIC fechados de subscrição particular e os OIC dirigidos exclusivamente a investidores qualificados (art. 47º do Reg. da CMVM 5/2013). Estes são imperativamente OIA, por serem fechados, no caso dos primeiros, e por não captarem capitais “*junto de investidores não exclusivamente qualificados*” (art. 2º/1/b/i)), em relação aos segundos.

A factualidade exposta permite compreender a criação de OIA com o propósito de satisfazer as expectativas económicas de investidores “*individuais titulares de um património elevado*”<sup>38</sup> ou qualificados, com apetência para investir em “*clubes privados*”.

---

<sup>36</sup> Os ativos elegíveis presentes nestas disposições, correspondem aos indicados no art. 1º/2/a) e 50º da Diretiva OICVM.

<sup>37</sup> Entre os OIA, os *hedge funds* eram um exemplo típico desta “*liberdade regulatória e de actuação*”, ENGRÁCIA ANTUNES, “Os “*hedge funds*” e o governo das sociedades”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IX, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, p. 25.

<sup>38</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, (n. 37), p. 20.

Ainda a respeito da relevância do critério subjetivo, na vertente quantitativa, o OIA distingue-se por apenas lhe ser exigido um mínimo de 30 participantes (art. 16º/1/b), afastando-se da noção de oferta pública, associada aos OICVM.

Analisando agora os parâmetros objetivos, cumpre referir que os OIC fechados são, necessariamente, OIA (art. 2º/1/c).

A conclusão da abordagem do critério objetivo passa pela análise da política de investimento do OIA. Preliminarmente, há que ter presente que a existência destes esquemas de investimento coletivo se deve, em grande parte, à maior liberdade que lhes é conferida no que toca à política de investimento, o que possibilitada à ERG “*a apresentação de políticas de investimento mais adaptadas aos interesses do mercado*”<sup>39</sup>.

A normas aplicáveis, nesta matéria, aos OICVM (art. 49º a 57º da Diretiva OICVM e art. 133º a 144º, por força do art. 2/1/b/i)), fundamentam-se na prevenção do risco sistémico, através de uma política de investimento e gestão do endividamento direcionada para a dispersão do risco.

Apesar dos OIA não obedecerem às acima referidas normas, mantêm-se no âmbito da disciplina dos OIC, cujo “*investimento não é arbitrário. Obedece a um modelo de investimento elementar – a divisão de riscos e o exclusivo interesse dos participantes*”<sup>40</sup>. Não defraudando, assim, as motivações justificativas do regime dos OICVM.

O exposto impõe que os OIA, aquando da sua constituição, divulguem os ativos que compõem a sua carteira; os limites de investimento, asseguradores de uma devida dispersão do mesmo; e os limites ao seu endividamento (art. 170/3/a/c) e d)).

Não se nega assim, aos OIA, a previsão do art. 2º/1/a), de sujeição de todos OIC ao princípio de repartição do risco. Simplesmente transfere-se para a autodeterminação privada um aspeto do seu funcionamento que possui, com a intervenção do legislador nos OICVM, contornos injuntivos.

---

<sup>39</sup> Como dispõe o preâmbulo do NRJOIC.

<sup>40</sup> HUGO MOREDO SANTOS, (n. 23), p. 378.

A discricionariedade concedida aos OIA está longe de se considerar plena. Primeiramente, porque na ausência de tal definição será aplicado aos OIA o previsto para os OICVM, em matéria de política de investimento (art. 170º/6). Em segundo lugar, porque não é permitida, à vontade dos OIA, escapar à diversificação de risco, identitária do conceito de OIC (art. 2º/1/a) e 170º/3/c)).

O terceiro argumento que enforma o acima referido, encontra-se na uniformidade de obrigações da atividade de todos os OIC, respeitantes à gestão do risco (art. 70º, 104º a 107º), à gestão de conflitos de interesses (art. 79º a 81º), à avaliação da sua carteira (art. 112º)<sup>41</sup>, às operações vedadas e limites a participações (art. 114º e 113º), e aos deveres de informações à CMVM e aos participantes (art. 108º, 116º, 117º, 119º a 129º).

Conclui-se, assim, que esta solução acautela o saudável desenvolvimento do sistema financeiro<sup>42</sup>, protegendo os investidores, mediante a adequação da designação do OIA à sua política de investimento<sup>43</sup> (art. 170º/2) e a possibilidade do supervisor impedir a negociação do OIA junto de determinados segmentos de investidores (art. 21º/3).

A defesa da integridade do mercado processa-se através da inserção dos limites, autodefinidos, nos documentos constitutivos do OIA, analisando o supervisor a sua adequação à defesa da saúde do sistema financeiro, aquando do seu pedido de constituição (art. 19º/1/a), 3/a) e 170º/3) e da possibilidade da CMVM “*recusar determinados tipos de ativos para a constituição do OIA*” (art. 170º/4)<sup>44</sup>.

O exposto permite afirmar, em relação ao OIA, a determinação legal de um fim semelhante ao contido nos art. 133º a 144º, sem que haja uma imposição de meios idêntica à dos OICVM. Chega por esta via ao fim a absoluta tolerância para com o

---

<sup>41</sup> Esta obrigação reveste-se de especificidades nos OIA, primeiro porque se prevê a menor periodicidade da avaliação das UP (art. 112º/2/c)). Em segundo lugar, devido ao carácter ilíquido destes ativos, admite-se que a CMVM poderá imiscuir-se no processo de avaliação podendo, inclusive, solicitar a avaliação por parte de uma entidade externa (art. 35º do Reg. da CMVM 5/2013).

<sup>42</sup> Como se constatará continuamente, ao longo do presente estudo, e esclarece TIAGO BESSA, “Crise, regulação e supervisão de hedge funds”, in RDS, II, 3-4, Almedina, Coimbra, 2010, p. 888, “*a regulação do sistema financeiro visa, sobretudo, dois objetivos fundamentais: (i) a promoção da estabilidade sistémica dos mercados e (ii) a protecção dos investidores*”.

<sup>43</sup> Consulta Pública do CNSF nº 1 /2012, p. 16, com esta medida “*pretende-se que a percepção por parte do investidor quanto ao tipo de investimento que lhe é proposto seja o mais evidente possível*”.

<sup>44</sup> A natureza não financeira das carteiras do OIA, obriga à “*identificação inequívoca de cada ativo integrante da carteira, constate da rubrica “outros ativos”*” (art. 78º/8 do Reg. da CMVM 5/2013

“investimento em qualquer tipo de activos, inexistência de limites máximos para cada categoria de activos, e a admissibilidade de investimento em activos ilíquidos”<sup>45</sup>.

## 2.2. OIAVM

Os OIAVM são uma subespécie de OIA, aproximando-se, no entanto, da figura dos OICVM por terem como “objeto exclusivo (...) o investimento em VM ou outros ativos financeiros”(art. 2º/1/c i)).

Cumpra esclarecer que a figura do OIAVM se autonomiza dentro do conceito de OIA por referência aos ativos elegíveis, visto que a carteira dos últimos terá que ser constituída, no mínimo, por 30% de ativos não financeiros (art. 170º/1/a)<sup>46</sup>.

Como não poderia deixar de ser, conserva-se nos OIAVM o já exposto acautelamento da defesa do mercado e dos investidores, apesar da maior liberdade quanto à política de investimento.

O art. 2º/2 do Reg. da CMVM 5/2013 colabora neste esclarecimento, impondo a estas entidades a definição de uma política de investimento, incluindo limites aos ativos que compõem as suas carteiras, salvaguardando os interesses dos investidores<sup>47</sup>.

O regime agora descrito diverge do enunciado no anteprojeto legislativo do NRJOIC, constante da Consulta pública do CNSF nº 1/2012. Aqui previa-se (art. 2º/1/c/i) e 170º/1) que os OIAVM investissem em ativos idênticos aos OICVM, não se sujeitando, no entanto, aos limites constantes dos art. 140º a 144º<sup>48</sup>.

Em relação aos OIA, que não OIAVM, o anteprojeto legislativo permitia o investimento, até 20%, em depósitos à ordem e instrumentos do mercado monetário,

---

<sup>45</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, (n.37), p. 27.

<sup>46</sup> No mesmo sentido, de referir que os OIAVM estão impedidos de investir em ativos imobiliários (art. 2º/1/c/i)), podendo os OIA investir até 25% nestes ativos (art. 170º/1/a)).

<sup>47</sup> A disposição referida, apenas se aplicará na hipótese da ERG não adotar uma das tipologias previstas (art. 1º/2 do Reg. da CMVM 5/2013). Caso o faça, finda a questão da liberdade da política de investimento do OIAVM, visto que, assim, comungará, em paridade com os OICVM do regime injuntivo quanto à composição das suas carteiras, aí preceituado.

<sup>48</sup> Deste modo, a conceção primitiva da figura, integraria a noção de OICVM não harmonizado, como melhor expõe ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, (n.22), p. 13.

devendo os restantes investimentos incidir em ativos diversos dos previstos para OIAVM e OICVM (art. 170º/2 e 3/b) da Consulta pública do CNSF nº 1/2012).

O abandono do regime supra referido parece ter sido apropriado, porque o espartilho regulatório que se imporia dificilmente tornaria a figura apelativa, em comparação com os OICVM.

Da redação final do NRJOIC resulta que os OIAVM se distinguem dos OIA por a sua política de investimento ser semelhante, mas não idêntica, à dos OICVM, partilhando com os OICVM todas as suas características identitárias, destoando apenas, quanto à admissibilidade de dispersão das suas UP, por 30 participantes (art. 16º/1/a). Pode-se assim classificar estes OIC como um híbrido, equidistante dos OICVM e OIA.

### **2.3. OIC Abertos e OIC Fechados**

O art. 9º aparta as espécies de OIC entre abertos e fechados, conforme a rigidez ou flexibilidade das suas UP.

Nos OIC abertos, estas são emitidas e resgatadas a pedido dos participantes<sup>49</sup> (art.2º/1/b/ii)), de acordo com o estipulado nos documentos constitutivos (art.9º/2).

Sendo o número de UP constante nos OIC fechados, a sua valorização será diretamente proporcional à valorização do património do autónomo. Já nos OIC abertos, o valor das UP, além do valor da carteira, depende do número de UP subscritas na ocasião<sup>50</sup>.

A aptidão de resgate<sup>51</sup> por parte dos participantes que desejam por esta via auferir um montante superior ao despendido na subscrição, força o OIC aberto a garantir níveis de liquidez adequados para a satisfação das referidas ordens. Os mecanismos de gestão

---

<sup>49</sup> PAULO CÂMARA, (n. 21), pp. 776 e 777, ”, cf., entre outros, CATARINA ROMÃO PINHO, (n. 25), p. 120.

<sup>50</sup> MARIA JOÃO TOMÉ, (n.14), p.151 e 152, entende que ao “*principio do Open-End*” corresponde a possibilidade de “*permanente mutabilidade do capital através de uma sempre livre emissão e resgate*” das UP, cf., entre outros, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, (n. 11), p. 742.

<sup>51</sup> Que se trata de um “*acto unilateral e potestativo*”, ENGRÁCIA ANTUNES, (n.4), p.130.

de risco, enunciados no 70º/3)<sup>52</sup>, são representativos das salvaguardas legislativas adotadas nesta matéria.

O NRJOIC não procedeu a uma reforma profunda no que aos OIC fechados diz respeito. As especificidades tradicionalmente atribuídas a estas entidades mantêm-se. Designadamente, a aprovação em assembleia de participantes da emissão ou extinção de unidades de participação (art. 56º/1/c)), o direito de preferência, no seguimento da emissão de novas unidades de participação (art. 8º/5), a impossibilidade de resgate das unidades de participação (art. 9º/3), exceto para os participantes que tenham votado contra a prorrogação da duração do OIC (art.57/1).

Os OIC fechados poderão ter duração determinada ou indeterminada (art. 57º/1/4). No primeiro caso, esta não poderá exceder 10 anos (art 57º/1), sendo, no entanto, admitida à assembleia de participantes<sup>53</sup> a prorrogação do prazo determinado ou a conversão da duração do OIC em indeterminada (art. 56º/1/d)).

De salientar que a possibilidade de um OIC fechado ter duração indeterminada está reservada para aquele cujas UP são aptas à negociação em mercado (art. 57º/4), “*para garantir a potencial liquidez dos participantes*”<sup>54</sup>. Deste modo, os participantes não estão vinculados ao capital “paciente”, logo obrigados a aguardar a liquidação do OIC<sup>55</sup>

## **2.4. Tipologia de OIC**

Independentemente da sua natureza de OICVM ou de OIAVM, ou de assumirem a forma contratual ou societária, a tipologia dos OIC procede a uma

---

<sup>52</sup> Nomeadamente os *backtesting* e os *stress tests* (art. 70º/3/d/e).

<sup>53</sup> A figura da Assembleia de Participantes, (art. 56º) apenas existe no universo dos OIC fechados, seguindo o regime aplicável à Assembleia de Acionistas. À semelhança do previsto para a última, a Assembleia de Participantes, não é competente para se pronunciar sobre decisões de investimento ou aprovar orientações (art. 56º/3).

<sup>54</sup> CATARINA ROMÃO PINHO, (n. 25), p. 121.

<sup>55</sup> Como explicita MARIA JOÃO TOMÉ, (n.14), p.24, o “*interesse dos participantes em abandonar este tipo de fundos é satisfeito mediante a criação de um mercado secundário que permita ao aforrador a alienação das suas*” UP.

autonomização de figuras em função da política de investimento, o que obriga a uma análise dos ativos subjacentes.

O Reg. da CMVM nº5/2013 disponibiliza um catálogo tipológico, cuja assunção por parte da ERG do OIC é facultativa (art. 2º/2 da norma). Esta falta de imperatividade nada tem de incompreensível, primeiramente porque o mesmo preceito salvaguarda que a não adoção de um tipo concreto do elenco previsto acarreta a autoimposição de limites aos ativos que compõem a carteira da entidade em questão, salvaguardando os interesses dos investidores. Por outro lado, aos gestores do OIC é de todo o interesse integrar uma das tipologias definidas, tendo em consideração que no mercado hodierno a diferenciação constitui uma relevante vantagem competitiva<sup>56</sup>.

O Reg. da CMVM 5/2013, introduz novidades quanto ao seu objeto, que agora incide sobre os OIAVM, além dos OICVM, e quanto às tipologias, autonomizando-se agora os OIC do mercado monetário a curto prazo, e os estruturados (art. 4º e 10º do Reg. da CMVM5/2013).

### ***2.5. As Sociedades de Investimento Mobiliário***

As SIM são OIC de forma societária (art. 4º/1 e 3), beneficiando, por isso, os seus investidores, simultaneamente, da condição de participante e acionista<sup>57</sup>.

Esta figura está sujeita às disposições aplicáveis aos OIC de forma contratual<sup>58</sup> não contrárias à sua natureza<sup>59</sup>.

Serão heterogeridas as SIM que designarem uma entidade terceira encarregue da sua gestão. Caso contrário, considerar-se-ão autogeridas (art.10º/2).

---

<sup>56</sup> DOUGLAS J. CUMMING, HANY A. SHAWKY & NA DAI, *Diversification in the Hedge Fund Industry*: York University, 2010, acessível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1622361](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1622361). Os autores analisaram a performance de *Hedge Funds* entre 2003 e 2008, tendo verificado um retorno médio anual superior nos *Hedge Funds* adotantes de uma política de diversificação entre sectores e classes de ativos, assim como uma maior probabilidade de sobrevivência.

<sup>57</sup> O preâmbulo do DL 71/2011 que, alterando o RJOIC, preceituava que às SIM “*aplicam-se os princípios e a lógica accionista típicos das sociedades anónimas*”.

<sup>58</sup> De acordo com o art. 1/3 da Diretiva OICVM e o art. 2º/2/c) da Diretiva GFIA.

<sup>59</sup> Dado regerem-se ainda pelo CSC (art. 10º/1).

Na última das situações mencionadas, as SIM adquirirão um carácter bidimensional, por se enquadrarem no conceito de ERG (art. 2º/1 e)) e, em simultâneo, no de OIC.

Daqui resulta que estas instituições são necessariamente OIC, mas apenas serão entidades responsáveis pela gestão na eventualidade da fusão das duas figuras.

A fragmentação previamente enunciada quanto aos OIC, abertos ou fechados, e quanto aos OICVM e OIA é, na esfera das SIM, replicada, ora porque a lei lhes reserva, no art. 5º/2, a designação de SICAF ou SICAV, consoante a natureza fixa ou variável do seu capital<sup>60</sup>, ora porque a estas é atribuída a designação de SICAF ou SICAV de “investimento alternativo” por determinação do nº 4 do mesmo preceito normativo.

### **Ponto 3 – Os OIA**

#### ***3.1. Constituição de OIA***

Este processo inicia-se com a aprovação, por parte da CMVM, dos documentos constitutivos (art. 18º/2), dos quais são parte integrante o regulamento de gestão<sup>61</sup> e as IFI (art. 2/1/p) e s)).

Atendendo à natureza pré-contratual do IFI (art. 119º/7), a sua composição requer particular atenção por parte do ente regulador.

Esta matéria regulou-se no campo nacional, relativamente aos OIA, encontrando-se plasmada nos art. 66º e 67º do Reg. da CMVM 5/2013.

---

<sup>60</sup> As SICAF sujeitam-se ao regime dos FI fechados e as SICAV ao dos FI abertos (art. 9º/4).

<sup>61</sup> Tendo, neste contexto particular preponderância, as palavras de MARIA JOÃO TOMÉ, (n.14), pp. 43 e 44 “a intervenção da autoridade de supervisão para a aprovação do regulamento acarreta uma sobreposição do “público” sobre o “privado”. Ela é determinada pela necessidade de as relações e as situações jurídicas que respeitam directamente aos aforradores não poderem ser definidas sem limitações pela sociedade gestora, no seio da autonomia privada (...) trata-se do princípio da protecção da parte mais fraca”.

Em relação aos OICVM, o intento supra referido alcançou-se no campo comunitário (art. 65º do Reg. da CMVM 5/2013 e art. 120º/1/a)), mediante o Reg. 583/2010/UE. Existindo uma proximidade latente entre a regulação europeia e a nacional, não surpreende a estatuição de requisitos adicionais em relação aos OIA<sup>62</sup>.

Três particularidades se destacam a este respeito. A primeira reside na enunciação do perfil do investidor a que se dirige (art. 66º/4/c) do Reg. da CMVM 5/2013 ).

A segunda contende com o facto de este documento ter que ser ostensivo quanto aos motivos pelos quais se refere a um OIA, dispondo que “não cumpre com os limites previstos para os OICVM, o que se poderá traduzir num acréscimo de risco para os investidores” (art. 66º/4/c/ii do Reg. da CMVM 5/2013).

Por último, o art. 66º/4/c/i) do Reg. da CMVM 5/2013 obriga à menção de que o OIA poderá “não ser adequado a investidores que pretendam retirar o seu dinheiro no prazo de (período)”<sup>63</sup>.

A possibilidade de comercialização, junto de investidores não qualificados, de OIA<sup>64</sup>, acarreta necessariamente políticas de proteção dos mesmos<sup>65</sup>. O art. 66º/5 do Reg. da CMVM nº 5/2013 surge como corolário desta dinâmica, ao admitir que a CMVM “personalize” o IFI de um OIA, atendendo às características deste e ao segmento de investidores a que se dirige.

O art. 19º/3/a) prossegue o estreitar do controlo sobre os OIA. Neste contexto, a CMVM irá ajuizar a adequação da ERG elegida, dos ativos e técnicas de gestão inseridos na política de investimento.

---

<sup>62</sup> PAULA COSTA E SILVA, (n. 7), p. 177, constata a imposição de “*mais obrigações de informação*” às ERG, como medida protetiva do investidor não profissional.

<sup>63</sup> Idêntica menção apenas se verificará nos OICVM cujo período mínimo de conservação seja um elemento essencial da política de investimento (art. 7º/1/f) do Reg. 583/2010/UE).

<sup>64</sup> O (71) e art. 43º/1 da Diretiva GFIA, admite esta possibilidade, assim como a imposição de requisitos mais estritos, caso se concretize.

<sup>65</sup> É o próprio financiamento e funcionamento do sistema financeiro que está aqui em causa pois, como refere HUGO MOREDO SANTOS, (n. 23) , p. 379, “*os participantes dificilmente aceitariam canalizar os seus fundos para o investimento sobre a forma coletiva caso o seu interesse não devesse ser hierarquicamente superior*” aos “*demais*”.

Tal como nos elementos que compõem o pedido de autorização, o regime de recusa da autorização do OIA contém condições que acrescem ao previsto os OICVM. Nesta medida o art. 21º/3 promove a intervenção do regulador em defesa do segmento de investidores mais vulneráveis.

Este preceito deverá ser conjugada com o preceituado no art. 170º/4, que ao contrário do art. 21º/3, possui um pendor objetivo, visto impedir o OIA de investir em determinados ativos, com o objetivo de prevenir o risco sistémico. A análise conjunta dos articulados permite uma visão holística do regime dos OIA, vocacionada para a salvaguarda do saudável desenvolvimento do sistema financeiro.

Retomando o estudo do art. 21º/3, dispõe este que, atendendo à complexidade dos ativos e risco do OIA, a CMVM recusará a sua comercialização junto de segmentos de investidores em que o nível de proteção adequada não esteja garantido<sup>66</sup>.

Não obstante a bondade do preceituado, a realidade poderá oferecer dificuldades à concretização desta empreitada, visto que os motivos que impedem a comercialização junto do público indiferenciado não impedirão que esta ocorra junto de investidores institucionais.

Tenha-se como exemplo um OICVM que, investindo num OIA impedido de negociar com determinados segmentos de investidores, poderá, mediante a inserção destes ativos na sua carteira, fazê-los chegar, por interposta pessoa, à generalidade dos aforradores.

Sendo certo que a ausência de idêntica restrição nos OICVM se deve ao apertado regime quanto à sua política e limites de investimento (art. 133º a 144º), refratária dos riscos e, por isso, considerada segura para a generalidade dos investidores. É de igual modo verdade que, num sistema financeiro osmótico, não faltarão ocasiões em que será o investidor não qualificado a suportar, ainda que indiretamente, os riscos inerentes a uma política de investimento do OIA que o regulador não considerou apropriada para o seu segmento.

---

<sup>66</sup> Como defende PAULO CÂMARA, (n. 21), p. 800, em relação aos *hedge funds*, que se reconduzem invariavelmente à condição de OIA, “a acentuada complexidade” destes “pode justificar um regime especial, ao menos quando passe a ter uma distribuição no retalho”.

### 3.2. Supervisão comportamental

Exigências existem que, não influenciando no seu processo de constituição, se revelam essenciais para a manutenção da autorização de todos OICVM e para a maioria dos OIA (art. 23º/1/b), nomeadamente, os requisitos relativos ao valor líquido global do OIC e de dispersão das UP (art. 15º e 16º).

A estatuição de um limite mínimo de valor líquido global (art. 15º/1), combate o desvirtuar da figura do OIC. Se esta imposição inexistisse, poderíamos observar agregações que, apesar de cumprirem o requisito de dispersão das UP, acumulariam uma quantidade insignificante de capital. O que impediria a concretização do fim destas entidades, nomeadamente, a criação de economias de escala.<sup>67</sup>

Ao sobredito requisito é reconhecida a vantagem de aumentar a confiança do investidor, por reduzir a possibilidade de fracasso do OIC, mas poderá também incentivar uma alocação ineficiente de recursos por parte da ERG que, preocupando-se em recolher o capital necessário, poderá descurar a sua função vital de prospeção e gestão de investimento<sup>68</sup>.

No campo da dispersão subjetiva (art. 16º/1/a), a determinação de um mínimo de 30 ou 100 participantes, conforme se trate de OIA ou OICVM, procura impedir a descaracterização da figura do OIC, que necessariamente pressupõe uma coletividade de investidores<sup>69</sup>.

---

<sup>67</sup> Sobre esta questão, entende RENATO GONÇALVES, “Notas sobre o novo regime jurídico dos organismos de investimento colectivo, Comentário 1: Perspetiva geral do diploma, normas gerais sobre organismos de investimento coletivo e entidades relacionadas”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 17, 2003, p. 43, que o “*desiderato é garantir que os OIC constituídos sejam verdadeiros veículos de captação da poupança colectiva com o fito do investimento, e não instrumentos que sob essa capa visam a prossecução de quaisquer outros interesses estranhos aos fins próprios dos OIC*”.

<sup>68</sup> DOUGLAS J. CUMMING, NA DAI, *Capital flows and Hedge Regulation*: York University, 2008, disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1026683](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1026683). Abordando a temática, em relação aos *Hedge Funds*, os autores verificaram uma afluência de capital superior nos Estados adotantes de um acentuado valor líquido global.

<sup>69</sup> MARIA JOÃO TOMÉ, (n.14), p. 115, defende que o requisito configura estas “*instituições como entidades que integram uma pluralidade de aforradores, superando o seu carácter instrumental de grupo empresarial ou familiar*”.

### ***3.3. O regime dos OIA fechados de subscrição particular e dos OIA dirigidos exclusivamente a investidores qualificados***

Os OIA fechados de subscrição particular e os OIA dirigidos exclusivamente a investidores qualificados <sup>70</sup> não estão sujeitos ao regime de montante mínimo sobre gestão e de dispersão de capital (art. 15º e 16º por força do art. 1º/4 a 6).

A sua não sujeição a estas condições não viola o princípio da tipicidade presente no art. 3º/1, por estes estarem previstos em Reg. da CMVM<sup>71</sup>.

Assim sendo, podemos afirmar que o NRJOIC admite OIC com menos de 30 participantes e sem um limiar mínimo de capital agregado, desde que não se comercializem junto da generalidade do público. O que revela uma profunda distorção à clássica dinâmica dos OIC.

A admissão destas estruturas não é, todavia, novidade, por dois motivos. Primeiro, o RJOIC, no seu art. 1º/11, conferia-lhes licitude, determinando que o seu regime não era impeditivo *“da criação, pela via da contratação individual de esquemas de investimento colectivo, de estrutura e funcionamento semelhante aos dos OIC, em que não exista recolha de capitais junto do público”*.

O segundo motivo deve-se à tipificação dos OEI, no Reg. da CMVM 15/2003. Estes antepassados dos OIA agora em análise<sup>72</sup> destacavam-se, outrossim, pelo amplo poder de autorregulação<sup>73</sup>. O art. 51º/6 do Reg. da CMVM 15/2003 preceituava já o distanciamento dos OEI para com os elementos caracterizadores dos OIC, permitindo à ERG definir *“nos documentos constitutivos o número de participantes e o valor líquido*

---

<sup>70</sup> Por se dirigirem exclusivamente a esta categoria de investidores, as suas ofertas consideram-se particulares (art. 110º/1 do CVM).

<sup>71</sup> Não contradizem também, o estabelecido pelo Direito comunitário, primeiro pela razão de não existir nesta regulamentação, previsão de um valor mínimo para as carteiras dos OIC, e secundamente, porque a Diretiva GFIA (art. 4º/1/a) e a Diretiva OICVM (art. 1º/2/a)), se limitam a exigir a existência de uma pluralidade de investidores.

<sup>72</sup> O art. 51º/7 do Reg. da CMVM 15/2003 dispõe, nesse sentido, que os *“OEI são comercializados junto de segmentos específicos de investidores definidos nos documentos constitutivos”*.

<sup>73</sup> PAULO CÂMARA, (n. 21), p. 799, notava já quanto a estes, que *“sobressai a ampla autonomia na conformação da política de gestão dos fundos e na composição do respetivo património”*. Estando à semelhança dos OIA, sujeitos a idênticos deveres de informação, cf., entre outros TIAGO BESSA, (n.42), p. 895.

*global mínimo do OEI, sempre que existam fundadas expectativas daqueles não atingirem os limites estabelecidos no Regime Jurídico dos OIC.”*

Conclui-se, portanto, que inovadora é a inclusão destes esquemas de investimento coletivo no conceito de OIC<sup>74</sup>.

A disciplina destas instituições destaca-se pelo atenuar da atenção supervisora. O art. 114º/2/b), que estipula as operações vedadas à ERG<sup>75</sup>, salvo autorização da CMVM, é representativo desta dinâmica, visto que, tratando-se dos aludidos OIA, a supracitada anuência pública é substituída pelo consenso, privatístico, dos seus participantes (art. 47º/1/f) e 4/a do Reg. da CMVM 5/2013).

Cumpram ainda referir que o Reg. da CMVM 5/2013 permite aos OIA fechados de subscrição pública obviar, de forma legítima e voluntária, o regime do NRJOIC, aplicável à generalidade dos OIC. Estes poderão, mediante o acordos dos seus participantes, sujeitar-se ao regime dos OIA de subscrição particular, caso comprovem à CMVM que reúnem as características daqueles OIA, cuja atividade decorre em circuito fechado (art. 48º/1 e 2 do Reg. da CMVM 5/2013).

### ***3.4. Alterações subsequentes relevantes***

Passando agora para a temática da alteração dos documentos constitutivos (art. 24º/1 e 2), mas mantendo o foco nos OIA fechados de subscrição particular ou dirigidos exclusivamente a investidores qualificados, há que referir que ao contrário dos restantes OIC, não se prevê a possibilidade de oposição por parte do supervisor no que concerne a alterações da política de investimentos, de distribuição de rendimentos e ao prazo de cálculo ou divulgação do valor das UP. Exige-se apenas, relativamente às aludidas modificações, a sua comunicação prévia à CMVM, nos OIC de subscrição particular

---

<sup>74</sup> Mantêm-se assim, lícitos, como já o eram segundo o RJOIC, deixando-se, conquanto, por obra do NRJOIC, de se considerar “*atípicos*”, como determinava ENGRÁCIA ANTUNES, (n.37), p. 19.

<sup>75</sup> Como clarifica HUGO MOREDO SANTOS, (n. 23) , p. 392, tratam-se de “*limitações subjetivas*”, que procuraram evitar operações suscetíveis de “*conflitar com os interesses que as entidades gestoras devem promover*”.

(art. 47º/1/b) e 2 do Reg. da CMVM 5/2013), e subsequente nos OIC dirigidos exclusivamente a investidores qualificados (art. 50º/2 do mesmo diploma).

A não concessão da exceção em análise à globalidade os OIA, mas apenas àqueles que não negociam com a generalidade do público, permite concretizar a defesa do investidor não qualificado. Porém, maiores reservas se colocam quanto à salvaguarda da integridade do mercado, considerando a não aplicação do art. 170º/4, nas ocasiões de alteração da política de investimento do OIA.

Conforme já explicado, o artigo prevê a recusa da CMVM de “*determinados tipos de ativos para a constituição de um OIA*”. Esta é uma matéria enquadrável nas alterações relevantes aos documentos constitutivos, por se enquadrar na política de investimento (art. 90º/1/b) do Reg. da CMVM 5/2013 e art. 170º/3)<sup>76</sup>.

As alterações referidas não se integram no objeto do art. 24º/4, que admite a possibilidade de oposição por parte da CMVM. Já a possibilidade de oposição presente no art. 24º/1, não se aplica a estes OIA, devido à exceção presente no art. 47º/1 b) do Reg. da CMVM 5/2013.

A menor vigilância em relação a estes OIA<sup>77</sup> assenta na qualidade dos seus investidores<sup>78</sup>, mas a restrição prevista no art. 170º/4 pretende garantir o regular funcionamento do mercado, que é comum a todos os seus agentes, qualificados ou não.

Não se pode por isso aceitar, *tout court*, uma regulamentação inibidora da autonomia de investimento, aquando da constituição do OIA, mas plenamente liberal, em caso de alteração da sua política de investimento.

Mantendo-se, no entanto, os deveres de informação do OIA (art. 77º/1/a) do Reg. da CMVM 5/2013 e 129º), poderá a CMVM, caso necessário, suspender as operações

---

<sup>76</sup>A posição aqui adotada em relação aos ativos do OIA, é extensível aos limites ao seu endividamento, por ser também parte integrante dos documentos constitutivos (art. 90º/1/c) do Reg. da CMVM 5/2013 e art. 170º/2/d).

<sup>77</sup> O deveres de reporte deste OIA também são reduzidos em relação aos seus participantes, não se impondo a sua notificação sobre a alteração relevante (art. 25º) por força do art. 47º/1/c) do Reg. da CMVM 5/2013. O desvio ao padrão de conduta dos OIC, é nestes OIA perceptível através da leitura de FERNANDO NUNES SILVA, (n. 26), pp. 76 e 77, que insere as sobreditas informações no catálogo de “*direitos fundamentais dos participantes*”.

<sup>78</sup> Como explica, em relação aos *hedge funds*, ENGRÁCIA ANTUNES, (n.37), p. 20, a “*subscrição (...) particular de um número limitado de investidores qualificados (...) está intimamente ligada (...) à necessidade de os “hedge funds” evitarem a sua própria sujeição à regulação geral (...) e à supervisão*”.

em relação a estas UP (art. 93º/7/8 do Reg. da CMVM 5/2013 e art. 17º/6). Ou, em última instância, impor deveres adicionais (art. 174º/2) à ERG destes OIA, cujos investimentos, considera o CNSF, “*poderão comportar elevado risco sistémico*”<sup>79</sup>.

## **Ponto 4 – As Entidades Responsáveis pela Gestão**

### **4.1. Noção**

Podem ser ERG as entidades gestoras de OIC (EG) e as SIM autogeridas (art. 2º/e).

O art. 59º/1 determina o elenco de EG. Este será preenchido por sociedades gestoras de FI (SG) e pelas instituições presentes no art. 3º/a) a d) do RGICSF<sup>80</sup>.

Os conceitos de EG e SG não se sobrepõem por se enquadrarem também no catálogo das primeiras as referidas instituições de crédito (art. 59º/1/b)).

As EG estão capacitadas para a administração de FI e de SIM heterogeridas (art. 50º/1).

O carácter da instituição exercitante da função de ERG varia, assim, em função de dois vetores: a forma do OIC e, sendo esta de índole societária, o tipo de gestão adotada.

Tanto as SG como as SIM estão sujeitas à regulação presente no CVM (art. 10º/4 e 67º), pois integram a lista de intermediários financeiros (art. 293º/1 b) e d) do CVM). Contudo, o art. 289/5 do CVM elenca os preceitos do diploma que, por regularem dinâmicas típicas da ERG, abrangem apenas as autogeridas.

As SIM encontram-se excluídas do conceito da Sociedade Financeira (art. 6º/3 do RGICSF), ao contrário das SG art. 6º/1/d) do RGICSF).

---

<sup>79</sup> Consulta pública do CNSF nº 1 /2012. p13.

<sup>80</sup> Bancos, caixas económicas, caixas de crédito agrícola mútuo e instituições financeiras de crédito, no entanto, estão apenas habilitadas a gerir OIC fechados.

## 4.2. Autorização

A constituição das EG depende da autorização prévia do BP (art. 3º/a) a d), 6º/d), 16º/1 e 2, e 199º-L/2 do RGICSF). A sua constituição como ERG de SIM heterogerida terá que ser previamente comunicada ao BP (art. 19º/2/d) e 50º/2).

No caso das SIM, a CMVM está encarregue deste processo (art. 18º/1, 2/b), 4/a) e 53º). Sendo, neste âmbito, indiferente o seu tipo de gestão, uma vez que a constituição do OIC passa necessariamente pelo crivo da CMVM (art. 18º/2).

Ao contrário do RJOIC, que determinava no seu art. 81º-F que “[a] constituição de SIM depende de autorização da CMVM”, o NRJOIC não atribui expressamente esta competência, mas várias são as suas disposições que permitem concluir neste sentido.

O primeiro encontra-se no art. 20º/1, que permite compreender que à competência da CMVM para a autorização de OIC acresce a autorização da ERG, tratando-se de SIM autogerida, motivo pelo qual o prazo de decisão se dilata de 20 para 30 dias<sup>81</sup>.

A aferição, quanto às relações estreitas (art. 7º/2 da Diretiva OICVM), é também representativa da divisão de competências entre BP e CMVM<sup>82</sup>, já que, quanto às EG, compete ao BP considerar estas relações aceitáveis (art. 20º/1/f) e g) do RGICSF), tratando-se de SIM autogeridas, idêntica função fica a cargo da CMVM (art. 21º/1/b) e 52º)

A explicação da competência da CMVM, em relação à autorização das SIM, termina com a constatação da presença, no NRJOIC, do requisito de informação sobre a idoneidade e experiência dos administradores para as SIM (art. 19º/1/e)), mas não para as EG, uma vez que tal aferição compete ao BP (art. 30º, 31º e 199º-L/2 do RGICSF).

As condições emitidas pelo Direito Comunitário referentes ao programa de atividades, idoneidade da administração e divulgação das relações estreitas da SIM (art.

---

<sup>81</sup> Reduzindo o prazo de 6 meses previsto na Diretiva OICVM (art. 7º/3 e 29º /2), e aplicado às EG (art. 19º/1 do RGICSF).

<sup>82</sup> O mesmo se verifica em matéria de controlo dos membros de administração, que nas SIM compete à CMVM (art. 48º/5) e nas restantes ERG passa pelo escrutínio do BP (art. 62º/6).

29º/1/a) a c)) e das EG (art. 7º/1/c), b) e nº 2, todos da Diretiva OICVM), foram acolhidos pelo regime nacional.

Quanto às SIM, os aludidos requisitos encontram-se, respetivamente, nos art. 19º/2/a); 19º/1/e); e 19º/2/b) e 21º/2. Em relação às EG, a sua presença revela-se nos art. 17º/1/b); 30º, 31º; 17º/1/c)/d), nº 4/c)/d), 20º/1/f)/g) do RGICSF.

A aferição da idoneidade dos acionistas que detenham participações qualificadas, por parte do supervisor, apenas ocorrerá nas EG (art. 8º/1 da Diretiva OICVM e 20º/1/d) do RGICSF). O motivo para a ausência de idêntico controlo nas SIM parece dever-se ao facto de, nestas instituições, a constituição e a autorização ocorrerem simultaneamente. Logo, a realidade da sua estrutura acionista, aferida previamente à sua autorização, será imediatamente desvirtuada assim que comece a subscrição das suas ações<sup>83</sup>.

### **4.3. Atividade**

A ERG tem como escopo essencial a gestão do OIC<sup>84 85</sup> (art. 60º e 65º/1), de modo independente e no melhor interesse dos participantes. Esta conduta interna jamais se poderá exteriorizar em ações passíveis de afetar negativamente a integridade do mercado <sup>86</sup>(art. 14º, 68º e 69º).

Toda e qualquer obrigação estatuída para com o OIC terá como destinatário a ERG (art. 1º/7).<sup>87</sup>

---

<sup>83</sup> Que se sujeitam ao regime da UP (art. 6º/3), motivo pelo qual não se aplica às SIM o regime das sociedades abertas (art. 10º/6).

<sup>84</sup> Como ensina MARIA JOÃO TOMÉ, (n.14), p. 49.

<sup>85</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades – I: Das Sociedades em Geral*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2007, p. 1014. Distingue-se da SGPS por possuir uma matriz plenamente financeira, enquanto a SGPS se pauta por “*só limitadamente poder deter participações com sentido financeira (...) ela tem como objectivo exclusivo a detenção de participações sociais de outras sociedades para, por essa via, intervir no desenvolvimento das respectivas actividades*”.

<sup>86</sup> Trata-se por isso de um “*poder-dever*”, MARIA JOÃO TOMÉ, (n.14), p. 64.

<sup>87</sup> Em consonância com o (6) da Diretiva OICVM, art. 10º da Diretiva 2010/43/EU, art. 12º/1/e) da Diretiva GFIA e art. 61º do Reg. 231/2013/UE.

A noção clássica de ERG reconduz-se à figura da EG, para os OIC que não têm “*um órgão próprio de administração*”, ficando a gestão “*a cargo de uma entidade externa*”<sup>88</sup>, possuindo, portanto, o monopólio volitivo do OIC<sup>89</sup>.

A relação contratualizada entre participantes e EG supõe, aqui, a total autonomia desta na gestão do património daqueles<sup>90</sup>.

A existência das SIM autogeridas proporciona diversidade à noção de ERG, por disporem dos órgãos de administração e fiscalização tradicionais de uma SA. Aos acionistas da SIM<sup>91</sup> será concedido assento na Assembleia de acionistas<sup>92</sup> e o inerente direito de voto.

A realidade descrita tem como consequência um acentuado desvirtuamento na dinâmica típica do governo dos OIC. Desta forma, o participante da SIM terá uma “*influência e (...) poder de decisão (...) incluindo*” quanto às “*opções (...) de investimento e as escolhas das estratégias financeiras*”<sup>93</sup>, inexistente para os participantes de FI<sup>94</sup>.

Nestas sociedades cessa o tradicional divórcio entre propriedade e gestão, dado que são as próprias “*que se encarregam diretamente da gestão do respetivo acervo patrimonial*”<sup>95</sup>.

---

<sup>88</sup> ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, (n. 22), p. 741.

<sup>89</sup> Motivo que leva FERNANDO NUNES SILVA, (n. 29), p. 71, a reconhecer neste campo que “*as relações de agência típicas entre Insiders e Outsiders colocam-se de igual modo, com especial acervo entre o detentor do mandato de gestão (...) e os (...) participantes*”.

<sup>90</sup> MARIA JOÃO TOMÉ, (n. 14), p.119 “*o instituto dos fundos (...) de investimento permite a obtenção de uma ampla dissociação entre a propriedade e o controlo da riqueza (...). O controlo da riqueza é (...) totalmente atribuído a um sujeito que não é, legalmente, considerado proprietário*”. O que nas palavras de PAULA COSTA E SILVA, (n. 7), p.165 propicia “*a criação de situações potencialmente explosivas na gestão das poupanças*”.

<sup>91</sup> PAULO CÂMARA, (n. 21), p. 785. Impõe-se uma “*articulação entre o regime acionista e o regime mobiliário da gestão coletiva*”.

<sup>92</sup> No caso das SICAF, a figura da Assembleia de participantes é absorvida pela estrutura da Assembleia de acionistas, uma vez que às competências da primeira acrescem as da segunda (art. 54º) e a primeira fica sujeita à regulamentação da segunda (art. 56º/3).

<sup>93</sup> CONSULTA PÚBLICA N.º 6/2008, p.10. O art. 71º/4 é, a este respeito, representativo.

<sup>94</sup> Nestas organizações “*os participantes não podem dirigir instruções específicas quanto à gestão do fundo*”. PAULO CÂMARA, (n. 21), p. 783.

<sup>95</sup> PAULO CÂMARA, (n. 21), p. 784. A CONSULTA PÚBLICA N.º 6/2008. p. 9 e 10, tornava já claro que esta permitia “*cumular, na mesma estrutura, a titularidade dos ativos e a (...) legitimidade para a respetiva gestão (...) dado que o património a investir é o da própria sociedade*”.

Assim se compreende que incumba à SIM a administração do seu património no exclusivo interesse dos participantes (art. 49º/1). Diversamente, à SG competirá a gestão de OIC (art. 65º/1) no exclusivo interesse dos participantes (art. 68º/1), visto que ao contrário da SIM, os FI pertencem aos participantes mediante um regime especial de comunhão (art. 4º/2 e 3).

A personalidade jurídica e o carácter interno da gestão da SIM justificam o seu regime no que toca à sua responsabilidade, já que os seus administradores, além de responderem perante os participantes, tal como as EG (art. 59º/2), responderão também perante a sociedade (art. 49º/3).

Ao contrário do que sucede para as SG (art. 65/1), o NRJOIC não estabelece diretamente para as SIM autogeridas, como “*objeto principal*” de atividade, a gestão de OIC, apesar do art. 10º/1 admitir que estas possuem um objeto específico.

Ainda assim, parece ser essa a realidade, por três razões.

A primeira decorre da estatuição de idêntico objeto, no revogado RJOIC (art. 31º/1 e 81-H/2), o que, em conjugação com a inexistência de qualquer referência quanto a inovações regulamentares no âmbito das SIM, no preâmbulo do NRJOIC, permite concluir que o legislador não pretendeu alterar profundamente o seu regime.

A segunda infere-se da afirmação expressa da posição defendida no art. 6º/3 da Diretiva GFIA (“*os FIA geridos internamente não exercem quaisquer atividades para além da gestão interna do FIA*”).

Por fim, atendendo ao facto de as SIM autogeridas e as EG partilharem a noção de ERG, desempenharem as mesmas funções jurídicas e económicas, estarem sujeitas a idênticas condições, aquando da sua autorização, e deveres no exercício da sua atividade - a não comunhão quanto à sua finalidade representaria uma inadmissível entorse ao princípio da igualdade.

#### **4.3.1 A regulação das SIM autogeridas no NRJOIC**

O Capítulo I “Entidades Gestoras” do Título II do NRJOIC, não se aplica, diretamente, às SIM autogeridas<sup>96</sup>.

Apesar disto, a SIM autogerida sujeita-se indiretamente às injunções identitárias da regulação das EG no NRJOIC, por força do art. 51º, e partilha com a EG a sujeição ao regime dos intermediários financeiros, por ação do art. 289º a 316º do CVM.

O regime geral, quanto à subcontratação (art. 63º), fundos próprios (art. 66º), deveres (art. 59º/2, 68º e 69º), informação e conduta (art. 70º a 76º e 79º a 82º)<sup>97</sup> e funções (art. 60º), apenas conhece aplicação nas SIM autogeridas, por ação da remissão do art. 51º/1/3.

Também as exigências de independência e idoneidade profissional são nas SIM replicadas, por força do art. 48º/1 a 3 e 6.

A evolução proporcionada pelo NRJOIC, nesta temática, resulta num acréscimo de incerteza jurídica, já que o seu antecessor, o art. 81º-H do RJOIC, referia as mesmas matérias que o art. 51º, mas, em simultâneo, referia os artigos do RJOIC aplicáveis, correspondendo ao capítulo I do Título II “Entidades Gestoras”<sup>98</sup>, que no NRJOIC coincidem com os supra referidos artigos 59º a 82º.

#### **4.4. Cessação da autorização**

Após a concessão de autorização, esta poderá cessar por caducidade ou revogação. O BP revela-se o agente mais preponderante nesta matéria, em relação às

---

<sup>96</sup> Os Capítulos II “Depositários”, III “Entidades Comercializadoras”, IV “Auditores” e o Título III “Da atividade dos OIC”, aplicam-se de igual modo às EG e à SIM autogerida, visto que a nomenclatura “EG”, presente no Capítulo I do Título II, é aqui substituída por “ERG”. A submissão da SIM aos trâmites do Título III permite uma abordagem coordenada em matérias da maior relevância como a gestão de risco, conflitos de interesses, documentos constitutivos e informação (art. 104º a 108º; 113º e 114º; 119º a 130º).

<sup>97</sup> Por iniciativa do NRJOIC, alteraram-se os deveres dos intermediários financeiros constantes no CVM, em coerência com o seu regime e, em particular, com os articulados em análise. Exige-se que estas entidades adotem mecanismos de controlo do cumprimento, gestão de riscos, tratamento dos participantes, conflito de interesses e informação (art. 305º-A; 305º-B; 305º-E; 308º a 308º-C; 309º-G; 312º a 312º-G, 315º e 316º).

<sup>98</sup> Abrangendo o regime, à semelhança do NRJOIC, os deveres, objeto e funções, fundos próprios, subcontratação, conduta e informação da entidade gestora.

EG (art. 21º a 23º RGICSF). Quanto às SIM, esta competência pertence à CMVM (art. 22º e 23º do NRJOIC)<sup>99</sup>.

O regime de revogação da autorização da EG em vigor entre nós respeita o espírito do Direito Comunitário na matéria. O estabelecido no art. 7º/5/a); b); c); e); f) da Diretiva OICVM, coincide com os motivos presentes no RGICSF (art. 21º/1, 22º/1/d) e 199º-L/2/d); 22º/1/a); 22º/1/b); 22º/1/e)/f)/h); 22º/1/g))<sup>100</sup>. Não se sujeitando as SIM ao RGICSF, a receção, na legislação nacional, dos motivos para o término da sua autorização, requer a sua compreensão enquanto OIC. Esta focagem permite reconhecer no art. 23º/1/c); d); a) e b), as exigências enunciadas no art. 29º/4/b) a e) da Diretiva OICVM.

Os artigos 7º/5/a) e 29º/4 a 9 da Diretiva OICVM estabelecem, para as EG e SIM, três situações passíveis de caducidade ou revogação da autorização, a saber, a não utilização da autorização durante um ano; a renúncia a esta; ou a cessação da atividade por seis meses<sup>101</sup>.

O legislador pátrio honrou esta igualdade de regime, caducando a autorização da SIM se esta não iniciar a atividade em 12 meses (art. 22º/a), sendo a mesma revogada se a esta renunciar ou tiver cessado há seis meses (art. 22º/b).

O art. 22º/a) abrange de igual forma os OIC de forma contratual e societária. Já a alínea b) é de aplicação exclusiva às SIM.

Duas conclusões se retiram da realidade descrita. A primeira é que, na circunstância da EG cessar atividade durante seis meses em relação ao FI, nem assim a autorização do FI caducará, quanto muito caducará a autorização da EG (art. 21º/1 e 22º/1/d) RGICSF), caso esta cesse a sua atividade em relação a todos FI.

A segunda, decorrente da primeira, permite o surgimento da figura do FI “órfão” de EG. Os pressupostos do art. 22º/b) não se aplicam aos FI, mas os mesmos são motivo

---

<sup>99</sup> O art. 174º/1 é neste aspeto esclarecedor: “A supervisão do disposto no presente regime compete à CMVM, salvaguardadas as competências do Banco de Portugal em matéria de supervisão prudencial das entidades gestoras”.

<sup>100</sup> Estes preceitos normativos aplicam-se às SG por força do art. 199º-L/2 do RGICSF.

<sup>101</sup> A diretiva GFIA também o faz (art. 11º/a)).

para a cessação da autorização da EG. Parece criar-se uma lacuna jurídica, ou, no mínimo, uma discriminação.

A realidade descrita nem sempre assim o foi. O anteprojeto do NRJOIC, sujeito a consulta pública do CNSF nº 1 /2012, determinava no seu art. 22º/b, a caducidade do OIC “[s]e a entidade responsável pela gestão renunciar expressamente à autorização, ou tiver cessado há, pelo menos seis meses, a sua atividade em relação ao OIC”<sup>102</sup>. Afigura-se como uma motivação possível para as divergências com a redação final a não duplicação de preceitos. Dado que o destinatário da norma é a ERG que, assumindo-se como EG, está assim regulada no RGICSF. Sendo uma SIM, caberia ao NRJOIC dela tratar, como se determinou na sua redação final.

Do exposto resulta que a manutenção da redação primitiva do articulado teria sido preferível.

## **Sub-Título I – A Diretiva relativa aos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo**

### **Ponto I – Análise Geral**

#### ***1.1. Enquadramento***

A redação final do normativo europeu não cria, aos investidores profissionais europeus, entraves ao investimento “*por sua própria iniciativa*”(70) e (92) da Diretiva GFIA)<sup>103</sup>, em OIA não comercializados na UE, logo isentos do cumprimento das exigências que esta determina.

---

<sup>102</sup> Redação que transitou do art. 13º/ b) do RJOIC.

<sup>103</sup>No presente Sub-Título, as referências legislativas pertencem à Diretiva GFIA, salvo indicação em contrário.

Não se pode por isso afirmar que, por ação da regulação em apreço, a UE seja hoje um bastião protetor dos investidores, imune ao risco sistémico do setor financeiro.

O ímpeto inicial das instituições comunitárias era, a este respeito, absolutista. O projeto legislativo da Diretiva GFIA 2009/0064<sup>104</sup>, não admitia a gestão ou comercialização de OIA na UE, fora do enquadramento regulatório arquitetado, em nome da igualdade de concorrência.

A proposta de resolução legislativa do PE<sup>105</sup> sobre o referido projeto legislativo sugeria, inclusive, uma adenda ao art. 35º-A, com vista a sancionar os investidores profissionais que adquirissem UP a OIA que se encontrassem fora da aplicação da Diretiva. Certas alterações sugeridas pela CEM ao diploma revelavam também uma consideração de insuficiência quanto à sua aplicação. Parafraseando Pascal Canfin “*O risco sistémico não pode ser controlado se os hedge funds “estrangeiros não estiverem (...) abrangidos pelos requisitos da diretiva relativos aos riscos sistémicos”* notando que “*a fim de evitar que os investidores contornem a diretiva, os FIA autorizados devem ser impedidos de investir em FIA não autorizados*”<sup>106</sup>

A redação final da Diretiva GFIA procurou ajustar os seus primitivos propósitos defensores do mercado e dos seus agentes com os imperativos de competitividade do sistema financeiro europeu. Esta alternância de posição partiu do reconhecimento das vantagens inerentes a uma flexibilização de regime, promotora de uma “*deslocalização dos fundos off-shore para a União, proporcionando não só vantagens (...) de protecção dos investidores como permitindo também uma tributação adequada das receitas*”<sup>107</sup>.

O “*principio básico*”<sup>108</sup> de concessão de igualdade de direitos aos GFIA apenas em caso de sujeição a iguais obrigações, foi também honrado (art. 37º/2), sem que para tal fosse necessário o recurso aos mecanismos inicialmente previstos, considerados excessivamente onerosos<sup>109</sup>. Em suma, reconheceu-se que “*as medidas protecionistas*

---

<sup>104</sup>Disponível em: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers\\_proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_en.pdf).

<sup>105</sup> Passível de consulta na íntegra em: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2010-0171+0+DOC+XML+V0//PT>

<sup>106</sup>“Acto modificativo da CEM 0207”, p. 58 e 59, acessível em: [www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009\\_2014/.../am/.../805044pt.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/.../am/.../805044pt.pdf).

<sup>107</sup> Proposta de resolução legislativa do PE, p.2.

<sup>108</sup> Proposta de resolução legislativa do PE, p.7.

<sup>109</sup> CORIEN WORTMANN-KOOL, “Acto modificativo da CEM 0207”, p. 52.

(...) *são prejudiciais para os mercados*<sup>110</sup>, podendo resultar numa *“fuga de capitais da Europa para regiões em que o retorno sobre o investimento é mais elevado”*<sup>111</sup>.

## 1.2. Objeto

A Diretiva 2011/61/UE, que deveria ter sido transposta para o ordenamento jurídico nacional até 22 de Julho de 2013<sup>112</sup>, tem como objetivo *“estabelecer requisitos comuns para a autorização e supervisão dos GFIA”* ((2)), isto é, todas as pessoas coletivas cuja atividade regular consista na gestão de OIC<sup>113</sup>, não abrangidos pela Diretiva OICVM (art. 4º/1/a/ii) e b)).

Este normativo distingue-se da Diretiva OICVM, por se focar na regulamentação da ERG e não no OIA, *“os quais poderão continuar a ser regulamentados e supervisionados a nível nacional”*, dado que harmonizar a nível comunitário a sua *“estrutura e composição das carteiras (...) seria muito difícil de alcançar”*<sup>114</sup> (10). Dois motivos essenciais acrescem a esta focagem: a carência de personalidade jurídica da maioria dos OIA, logo, *“a imposição de deveres”* terá *“que passar pelas entidades que gerem esses patrimónios”*, e ainda, o facto de *“um número significativo de gestores”* estar *“sediado no território da”*<sup>115</sup> UE, apesar de muitos OIA não.

Como não poderia deixar de ser, o escopo da Diretiva GFIA passa pela proteção dos investidores<sup>116</sup> mediante um regime uniformizado de *“autorização e supervisão dos GFIA”*(94).

---

<sup>110</sup> DIOGO FEIO, “Acto modificativo da CEM 0207”, p. 50.

<sup>111</sup> MARTA ANDREASEN, “Acto modificativo da CEM 0207”, p. 59 e 59.

<sup>112</sup> Motivo que levou as autoridades europeias a processar o Estado português [http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/portugal\\_volta\\_a\\_ser\\_processado\\_por\\_ma\\_transposicao\\_das\\_regras\\_sobre\\_fundos\\_de\\_investimento.html](http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/portugal_volta_a_ser_processado_por_ma_transposicao_das_regras_sobre_fundos_de_investimento.html).

<sup>113</sup> Sendo por isso um exemplo notório de *“regulação sectorial”*, como explica TIAGO BESSA, (n.42), p. 886.

<sup>114</sup> Ao contrário da Diretiva OICVM que no seu (4) se propõe a *“prever regras mínimas comuns para os OICVM (...) no que diz respeito à sua autorização, supervisão, estrutura e atividade”*.

<sup>115</sup> TIAGO BESSA, (n.42), p. 900. O autor refere-se aos *hedge funds*, cuja realidade se estende necessariamente à dos OIA.

<sup>116</sup> Pois, como reforça HUGO MOREDO SANTOS, (n. 23) , p. 382, *“as consequências (...) da administração do fundo pela entidade gestora não se repercutem no património desta, mas sim no fundo*

Os investidores em OIA são frequentemente profissionais<sup>117</sup>. Nesta medida, a regulação comunitária cinge-se a esta tipo de investidores. Contudo, permite a extensão do seu regime a investidores não profissionais, por iniciativa dos Estados-Membros, ((71) e art. 43º/1)).

O diploma em análise caracteriza-se pela sua vasta extensão conceptual e subjetiva, dada a sua aplicação potencial, a todos GFIA que gerem ou comercializam qualquer tipo ou forma de OIA, no mercado europeu, independentemente destes se sediarem, ou não, na UE (art. 2º/1).

Quanto à sua aplicação territorial, a uniformização de acesso e exercício da atividade dos GFIA será prosseguida de forma faseada, iniciando-se no imediato com a atribuição do passaporte europeu aos GFIA da UE que giram OIA da UE ((59) e art. 32º e 33º). A concessão de autorização por um Estado-Membro valida o seu exercício em toda a UE (art. 8º/1 2º parágrafo).

A partir de Julho de 2015, prevê-se a vigência de um regime transitório, mediante aprovação da ESMA, que possibilitará a atribuição do passaporte comunitário aos GFIA da UE que giram OIA não comunitários e aos restantes GFIA extra-UE<sup>118</sup> (art. 35º e 37º a 41º). Neste período os regimes nacionais e de passaporte coexistirão (art. 36º, 42º 66º/3 e 67º/1 e 6).

Finalmente, a harmonização dos GFIA que exerçam atividade na UE, poderá ser alcançada em Julho de 2018, através de ato delegado da Comissão, com a inerente abolição dos regimes nacionais (art. 66º/4, 68º/1 e 6).

A vastidão conceptual da norma permite abranger qualquer OIC não abordado na Diretiva OICVM e que invista capital reunido junto de uma pluralidade de investidores em seu benefício, de acordo com uma política de investimento (art. 4º/1/a)). O caráter genérico da definição dos OIC abrangidos procura combater a fuga à sua

---

*de investimento e, indirectamente, nos participantes, que assumem os riscos inerentes aos investimentos realizados pela entidade gestora”.*

<sup>117</sup> Na aceção do Anexo II da Diretiva 2004/39/CE.

<sup>118</sup> TIAGO BESSA, (n.42), p. 898, afirma, pertinentemente, que a extensão do passaporte a estas entidades tem em vista “*aliciar a deslocalização de fundos off-shore para os territórios da União*”. PAULO CÂMARA, (n. 21), p. 779, com idêntica posição, declara que a “*Diretiva propõe um trade-off: de um lado, impõe requisitos e uma supervisão a organismos antes intocados (...) de outro lado, faculta um passaporte europeu na distribuição (...) a investidores qualificados.*”

regulamentação que, durante muito tempo, foi característica destes esquemas de investimento

Abrangendo OIA abertos ou fechados, *trusts* e SIM (art. 2º/2), qualquer OIA, se sujeita às suas disposições, nomeadamente os sobejamente conhecidos fundos imobiliários, *hedge funds* e fundos de capital de risco <sup>119</sup>.

### **1.3. Isenções**

Apenas os GFIA que giram OIA cujos únicos investidores sejam os próprios ou entidades relacionadas, se encontram totalmente isentos da aplicação da Diretiva (art.3º/1).

Esta exceção poderia ter uma utilização abusiva. Antecipando estes comportamentos, a ESMA determinou com maior rigor as situações passíveis de enquadramento<sup>120</sup> no regime em questão, excluindo os fundos de fundos e os fundos *master-feeder* da qualificação de “*únicos investidores*”, para estes efeitos.

Com o contributo das orientações emitidas pela ESMA<sup>121</sup>, determina-se ainda que uma empresa não impedida de reunir capital junto de investidores, não poderá, mesmo que tal ocorra, considerar-se como “*único investidor*”<sup>122</sup>.

Opção diversa convidaria à distorção da *ratio* normativa, assumindo habitualmente o GFIA a forma de SA e estendendo-se a exceção em apreço à sua “*empresa-mãe*”. Assim, um investidor com avultadíssimos valores em carteira, poderia legitimamente escapar ao regime em vigor, bastando criar, no seu seio empresarial, um GFIA para o efeito.

---

<sup>119</sup> Cf., MARIA ANTÓNIA TORRES, *Mudanças a fundo: Directiva dos GFIA*, PwC, 2011, p. 3.

<sup>120</sup> “Orientações sobre conceitos-chave da Diretiva GFIA”, p. 7, disponível em: [www.esma.europa.eu/system/files/esma\\_2013\\_00600000\\_pt\\_cor.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2013_00600000_pt_cor.pdf)

<sup>121</sup> “Orientações sobre conceitos-chave da Diretiva GFIA”, p.6.

<sup>122</sup> Esta é uma matéria controversa, tendo gerado uma divisão entre os membros da EFAMA, entre os que concordavam com a que viria a ser a posição da ESMA, e os defensores de uma visão factual da questão, considerando que não haveria recolha de capital junto do público, apenas quando esta não se verificasse, “EFAMA response to ESMA consultation on guidelines on key concepts of the AIFMD”, p. 5, disponível em <http://www.efama.org/sitepages/publications.aspx?Choice =AIFMD>.

O art. 3º/2 estabelece um regime simplificado, para os GFIA cujos ativos geridos não excedam os 100 milhões de Euros, ou os 500 milhões de Euros caso não haja recurso ao efeito alavanca e não se reconheça o direito de resgate durante 5 anos. A razão da isenção prende-se com “*o facto de ser pouco provável que a gestão deste tipo de fundos implique riscos significativos para a estabilidade financeira e para a eficiência dos mercados*”<sup>123</sup>.

Este regime isenta estas entidades das normas, presentes na Diretiva, referentes ao exercício da sua atividade. Ficam, no entanto, sujeitas a obrigações de reporte das informações<sup>124</sup> essenciais da sua atividade, tais como a sua estratégia de investimento, os principais instrumentos que negociam, principais posições de risco e as concentrações mais importantes dos OIA que gerem<sup>125</sup> (art. 5º do Reg. 231/2013/UE, art. 3º/3/c) e d)).

Aos GFIA que se encontrem na situação descrita é reconhecida uma adesão facultativa ao regime pleno da Diretiva (art. 3º/4), o que requererá, por parte destes, uma ponderação entre a onerosidade de cumprimento das suas imposições e o benefício de acesso à gestão e comercialização de OIA no mercado único europeu, mediante atribuição do passaporte comunitário.

O Reg. 231/2013/UE, no seu art. 2º/1/a) e c), foi particularmente incisivo na tomada de cautelas, tendo em vista a utilização correta do regime simplificado, estabelecendo a consideração e avaliação conjunta dos ativos de todos OIA geridos.

Qualquer método diverso de aferição do enquadramento do GFIA no regime simplificado, deixaria tal condição ao critério do gestor, dado que para tal este apenas teria que distribuir os seus ativos sobre gestão por um número de OIA suscetível de enquadramento no art. 3º/2.

---

<sup>123</sup> TIAGO BESSA, (n.42), p. 902.

<sup>124</sup> Os “*deveres de informação*” são uma das “*soluções regulatórias*” apontadas por PAULO CÂMARA, (n. 21), p. 801 e 802, de regulação dos OIA, sem embargo, de o A. se referir exclusivamente aos *hedge funds*. A Diretiva GFIA chega, inclusivamente, a dar destaque a estes OIA no seu (89), estatuidando que “*os fundos de retorno absoluto (...) devem (...) ser obrigados a divulgar (...) informações adequadas aos seus supervisores*”.

<sup>125</sup> Cf, GEORGES BOCK & HELEEN RIETDIJ, *AIFMD Re-shaping for the future*, 5º ed., KPMG, 2014, pp. 7 e 8.

#### ***1.4. Harmonização de regimes relativos às Entidades Responsáveis pela Gestão dos diferentes OIC***

Fomentando a coerência no que à regulação do sistema financeiro diz respeito, o regime europeu agora em vigor prevê condições para a atribuição de autorização ao GFIA, semelhante às estatuídas para as ERG de OICVM.

As exigências relativas à idoneidade dos seus acionistas e fundos próprios do GFIA<sup>126</sup> (art. 8º/1/a) e c); d); b) e art. 9º), reproduzem o regime estabelecido quanto à gestão de OICVM (art. 7º/1/b), 8º/1 e 7º/1/a/ii) da Diretiva OICVM).

À luz do seu enquadramento institucional, como uma subespécie dentro do universo das ERG de OICVM, o código de conduta do GFIA não poderia deixar de repetir o preceituado no art. 14º/1/a) a e) da Diretiva OICVM, quanto às exigências relativas à sua diligência<sup>127</sup> e honestidade, defesa dos participantes, disposição dos recursos necessários<sup>128</sup>, procedimentos impeditivos de conflitos de interesses e promoção da integridade do mercado<sup>129</sup> (art. 12º/1 a) a e) ).

### **Ponto 2 – Especificidades**

O regime aplicável aos GFIA encontra-se repleto de estatuições que, tendo uma finalidade comum à das restantes ERG de OIC, se moldam em função da realidade concreta dos OIA.

---

<sup>126</sup> Apesar de a ERG de OICVM e o GFIA partilharem das exigências quantitativas, em relação aos fundos próprios, os últimos terão que os investir imperativamente em ativos líquidos (art. 9º/8).

<sup>127</sup> Devendo para tal assegurar competência e conhecimentos profissionais necessários à eficiente gestão dos ativos a que se propõe ((40) do Reg. 231/2013/UE).

<sup>128</sup> Em consonância com o estabelecido em relação aos OICVM (art. 5º e 18º da Diretiva 2010/43/UE).

<sup>129</sup> Tanto a ERG de OICVM e o GFIA deverão adotar políticas impeditivas de antecipação de evolução do mercado ou transações após o horário limite ((39) do Reg. 231/2013/UE) e da negociação despropositada ((18) da Diretiva 2010/43/EU).

Começando no pedido de autorização do GFIA, a este acrescentam informações sobre as suas práticas remuneratórias<sup>130</sup> e sobre a estratégia de investimento<sup>131</sup> dos OIA geridos, designadamente quanto ao seu perfil de risco e eventual recurso ao efeito alavanca (art. 7º/2/d) e 3º/a)).

A última das exigências adicionais deve-se à carência, por parte do OIA, de previsão de uma política de investimento injuntiva, como ocorre com os OICVM (art. 49º a 57º da Diretiva OICVM). Esta factualidade fundamenta a maioria das particularidades do regime dos GFIA, impondo ao supervisor uma análise casuística da adequação da estratégia de investimento do OIA, em concreto, com a defesa da integridade do mercado e da generalidade dos seus agentes.

Pelo exposto, o art. 8º/4, atribui ao supervisor uma capacidade desconhecida no universo dos OICVM, que consiste na possibilidade de limitar a autorização do GFIA quanto a determinadas estratégias de investimento dos OIA que estão a seu cargo.

Em virtude da já mencionada ausência de imperativos de diversificação do investimento e determinação de ativos elegíveis (art. 49º a 57º da Diretiva OICVM) nos OIA, os objetivos de salvaguarda da integridade do mercado são nestes OIC prosseguidos com a colaboração de exigentes deveres de *due diligence*<sup>132</sup>.

Estes dever-se-ão estender a todos aspetos da atividade do GFIA, cobrindo a sua relação com os clientes, o investimento e a logística empresarial (art. 17º, 18º, 21º, 23º, 29º; 19º e 20º; 22º do Reg. 231/2013/UE, respetivamente).

---

<sup>130</sup> O regime relativo à remuneração do GFIA, especialmente dos responsáveis pela assunção de risco, procura garantir a sintonia entre o perfil de risco do OIA e os incentivos pecuniários subjacentes à gestão de risco (art. 13º). A Diretiva GFIA adotou, no seu Anexo II, a generalidade das orientações presentes na Recomendação 2009/384/CE, nomeadamente, a compatibilidade do pagamento de remunerações variáveis com a situação financeira geral do GFIA (1. o) do Anexo II da Diretiva).

<sup>131</sup> O art. 19º/3/a) do NRJOIC, transporta este requisito para a lei nacional. Finda deste modo a “opacidade” caracterizadora destas entidades, especialmente, dos *hedge funds*, ENGRÁCIA ANTUNES, (n.37), p. 26.

<sup>132</sup> Cf., ALEXANDRA MAIA DE LOUREIRO & GUSTAVO ORDONHAS OLIVEIRA, *A Directiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos: Impacto nas Sociedades de Capital de Risco*, 2013, pp. 4 e 6.

## 2.1. Gestão de Risco

A atividade dos GFIA pode “*amplificar os riscos no sistema financeiro*”(2). Neste contexto, as medidas comunitárias tomadas em relação a estes agentes visam “*estabelecer um enquadramento que permita enfrentar esses riscos tendo em conta a diversidade de estratégias e técnicas de investimento utilizadas pelos GFIA*”(3).

Esta política europeia assenta em três vetores essenciais, a saber, a separação entre a gestão de risco e restantes funções operacionais, a definição do perfil de risco do OIA e a gestão de liquidez.

Quanto à primeira<sup>133</sup>, uma gestão prudente dos riscos assumidos pelo OIA e conexamente transmitidos para o sistema financeiro, não poderá ser assumida por aqueles que se encontram incumbidos de obter o melhor retorno possível para os investidores ((88), art. 27º e 28º do Reg. 231/2013/UE).

O regime europeu assume com naturalidade que as motivações antagónicas das atividades descritas deverão refletir-se numa cisão hierárquica e funcional das funções operacionais, nomeadamente a gestão de carteiras e a gestão e risco (art. 15º da Diretiva GFIA)<sup>134</sup>.

Pelas suas implicações na saúde do sistema financeiro, a aferição da separação em causa deverá ser revista pelo ente público, norteado pelo princípio da proporcionalidade (art. 15º/1)

A aludida necessidade de implementação de uma política de gestão de riscos munida de procedimentos e mecanismos capazes de monitorizar e avaliar constantemente a exposição dos OIA, reproduz o instituído em relação aos OICVM (art. 38º a 40º da Diretiva 2010/43/EU). No entanto, uma importante diferença de regimes se evidencia em relação à separação hierárquica e funcional desta atividade. Em relação aos OIA, esta é imperativa. No caso dos OICVM, poderá ser derogada “*em função da*

---

<sup>133</sup> A “*exigência de robustos sistemas de gestão de riscos*” constitui uma forma de “*regulação indirecta*”, como ensina PAULO CÂMARA, (n. 21), p. 801.

<sup>134</sup> Esta separação considera-se conseguida quando, numa dinâmica vertical a toda a estrutura organizativa, os responsáveis pela gestão de risco não executam nem são supervisionados por responsáveis de funções operacionais (art. 42º do Reg. UE nº 231/2013).

*natureza, escala e complexidade das atividades*” (art. 12º/2 da Diretiva 2010/43/EU), realçando a importância acrescida que esta função possui na realidade dos OIA.

A definição do perfil de risco do OIA veio acrescer, à tradicional vocação do GFIA, a prospeção de oportunidades de negócio satisfatórias para os seus investidores, procurando alcançar um equilíbrio entre os objetivos de investimento contratualizados com o cliente e o perfil de risco aceitável pelo supervisor (art. 15º/3/c)).

De modo a adequar os riscos a que se encontra exposto com o perfil de risco constante da proposta contratual oferecida ao investidor (art. 23º/4/c)), o GFIA deverá estabelecer previamente limites quantitativos e qualitativos de risco de mercado, crédito, liquidez, contraparte e operacionais, justificáveis à autoridade competente (art. 44º do Reg. 231/2013/UE)<sup>135</sup>. Para o sucesso global deste processo, este deverá munir-se dos recursos necessários a uma permanente e eficiente monitorização dos riscos decorrentes dos seus investimentos (art. 38º e 39º do Reg. 231/2013/UE).

O regime de múltiplas e detalhadas exigências que agora se descreve, compreende-se atendendo à circunstância de se reconduzir à esfera privada do GFIA a definição do nível máximo de efeito-alavanca a que poderá recorrer cada OIA por si gerido (art.15º/4).

O ónus da prova recai aqui sobre o GFIA, competindo-lhe comprovar a razoabilidade da sua utilização desta técnica financeira. A hipotética ação do supervisor nesta matéria ocorrerá a jusante. A imposição de limites decorrerá da aferição da possibilidade de perturbação do mercado, fruto da utilização concreta do efeito-alavanca por parte do OIA (art. 25º/3/5 e 7).

A gestão de liquidez tem, naturalmente, como principais destinatários os OIA abertos. Por isso, as obrigações de gestão de liquidez, procurando finalisticamente

---

<sup>135</sup> Assim se procura proporcionar aos investidores num OIA idêntica proteção assegurada aos investidores de OICVM, apesar de não se preverem restrições em matéria de investimento no primeiro caso ((55) do Reg. 231/2013/UE). A regulação em exame visa finalisticamente tornar este segmento do sistema financeiro apelativo para o aforrador, sendo para tal “*necessário que os investidores acreditem na estrutura de gestão*”, HUGO MOREDO SANTOS, (n. 23) , p. 413.

assegurar “a coerência da estratégia de investimento, do perfil de liquidez”(art. 16º/2)”com a política de reembolso” do OIA (art. 49º do Reg. 231/2013/UE).<sup>136</sup>

A interligação da arquitetura normativa é neste aspeto particularmente perceptível, dado ser imprescindível para uma saudável gestão de liquidez, uma eficaz monitorização do risco (art. 48º/1 do Reg. 231/2013/UE) e uma adequada capacitação humana e logística para efeito (art. 47º/1/c) e d) do Reg. 231/2013/UE). Requisitos estes que enformam globalmente o regime em estudo.

A carência de idêntico regime, em relação à ERG de OICVM, compreende-se, no que toca à avaliação das UP, por estas, nos OIA, não terem obrigatoriamente como ativos subjacentes VM ou outros ativos líquidos (art. 1º/2/a) e 50º/1 da Diretiva OICVM), aumentando assim a necessidade de garantia de cognoscibilidade, por parte do investidor, do valor efetivo, das UP por si detidas.<sup>137</sup>

Percebe-se, de igual modo, a severidade do regime alusivo aos GFIA no que toca à avaliação da sua carteira, na medida em que tal valoração permite aferir se estes poderão usufruir do regime simplificado constante do art. 3º/2, e ainda definir a periodicidade de apresentação de relatórios às autoridades competentes (art. 110º/3 do Reg. 231/2013/UE)<sup>138</sup>.

Para o sucesso do intento regulatório, a independência e imparcialidade do avaliador revela-se fundamental. Deste modo, a função deverá ser desempenhada por um avaliador externo. Caso seja assumida pelo GFIA ou pelo depositário, terá que ser assegurada a independência da referida função (art. 19º/4 e 8). Apenas nesta circunstância poderá o regulador exigir que um avaliador externo confirme a correção dos procedimentos adotados (art. 68º/3 do Reg. 231/2013/UE e art. 19º/9). A responsabilidade pela correta avaliação será, invariavelmente, do GFIA (art. 19º/10).

---

<sup>136</sup> Este é um aspeto particularmente sensível, no imediato, para o investidor, sendo de todo o interesse do regulador reforçar o apelo do mercado europeu, por via da segurança propiciada aos seus investidores. Nesta senda, o supervisor avaliará os resultados dos testes de esforço realizados, podendo, se o considerar necessário, impor requisitos de informação adicionais (art. 24º/2/e).

<sup>137</sup> Os regimes de gestão de liquidez e avaliação de UP são indissociáveis, cf., KPMG, (n. 125), p. 22.

<sup>138</sup> Pelo exposto se compreende a não obrigatoriedade de divulgação ao público do valor total dos ativos sobre gestão do GFIA ((8) do Reg. 231/2013/UE), ao contrário da avaliação do valor líquido da UP, que deverá ser divulgado aos investidores (art. 19º/3).

## 2.2. Aquisição de controlo de empresas não cotadas

A recém-criada regulação da atividade dos GFIA estabelece obrigações de reporte em matéria de aquisição de participações importantes ou de posições de controlo (50% dos direitos de voto)<sup>139</sup> de empresas não cotadas (art. 26º/1/5 e 27º/1).

Impõe-se ao GFIA que informe a autoridade competente sobre a identidade dos acionistas envolvidos, a pessoa habilitada a exercer os direitos de voto, a política destinada a prevenir conflitos de interesses e o modo de financiamento da aquisição (art. 27º/2, 28º/2/b) e 5).

A cognoscibilidade, por parte do supervisor, da aquisição de controlo procura proteger os trabalhadores<sup>140</sup> e os acionistas minoritários da empresa não cotada.

De modo a obviar o desmembramento de ativos empresariais por parte dos GFIA, estes não podem nos dois anos posteriores à aquisição propiciar, por qualquer modo, a distribuição, redução de capital, resgate de ações ou aquisição de ações próprias (art. 30º), de forma a proteger o retorno do investimento realizado<sup>141</sup>, em simultâneo com a defesa dos agentes supra referidos.

O regime em análise não se confunde com o instituído para a ERG de OICVM, que se encontram impedidas de, através dos OICVM geridos, “*exercer uma influência significativa, na gestão da entidade emitente*”(art. 56º da Diretiva OICVM).

O regime nacional foi fiel ao disposto na Diretiva OICVM (art. 113º/1 e 2 do NRJOIC)<sup>142</sup>, estendendo no entanto o regime comunitário a todos os OIC.

A articulação do atualmente preceituado no NRJOIC com o previsto nos art. 26º e 27º, deverá passar pela sua coexistência, mediante uma relação de especialidade de

---

<sup>139</sup> A proposta legislativa 2009/0064, que viria a dar origem à Diretiva GFIA, previa requisitos mais apertados nesta matéria, cifrando-se o limiar nos 30%.

<sup>140</sup> A autoridade competente pode disponibilizar ao representante dos trabalhadores informações confidenciais suscetíveis de afetar o funcionamento da empresa ((58) do Reg. 231/2013/UE).

<sup>141</sup> Cf., MARIA ANTÓNIA TORRES, (n. 119), p. 3.

<sup>142</sup> As operações em estudo inserem-se nas “*limitações objetivas*” e “*globais*”, expostas por HUGO MOREDO SANTOS, (n. 23), pp. 392 e 398, que procuram que a ERG não utilize “*os OICVM que administra para concentrar em si poder na estrutura intrassocietária das sociedades nas quais esses fundos participem*”.

normas, visto que a segunda tem como objeto o investimento em empresas não cotadas, realizado por OIA. Esta é uma das muitas questões que, terminando como se começou o estudo do objeto da Diretiva GFIA, aguarda a transposição da Diretiva GFIA para ser satisfatoriamente respondida.

## Conclusão

A dissertação que agora se conclui dispõe-se, primeiramente, a encetar um estudo pioneiro relativamente à refundação da disciplina dos OIC em Portugal, tarefa ambiciosa, tendo em conta a inexistência de estudos prévios com idêntico objeto.

Esta reforma legislativa atuou no conceito de OIC, ampliando-o a montante e fracionando-o a jusante. O sobredito alargamento deveu-se ao abandono da índole pública da sua oferta, não mais se caracterizando estas entidades pela sua comercialização “retalhista”, bastando agora que estejam vocacionadas para a recolha de capital junto dos investidores. Quanto à segunda vicissitude, determina agora o NRJOIC uma tríplice fragmentação da figura, entre OICVM, OIA e, na órbita deste, os OIAVM.

Os OIAVM beneficiam de uma liberdade não admitida aos OIA, a de ficar ao seu arbítrio uma atuação idêntica à dos OICVM, na medida em que lhes é admitido serem abertos ou fechados, negociar simultaneamente com diversas categorias de investidores, dispersar as suas UP por mais de cem participantes e, acima de tudo, executar uma política de investimento igual à dos OICVM.

O acolhimento da disciplina das SIM no RJOIC deu-se numa etapa posterior à sua implementação, motivo pelo qual o NRJOIC permitiu um aprimorado enquadramento sistemático destas organizações. De lamentar, porém, que a reestruturação normativa tenha, a respeito das SIM autogeridas, enquanto ERG, resultado numa determinação genérica de similitude entre estas e as EG, fomentadora das maiores incertezas.

O legislador estabeleceu o regime relativamente aos riscos inerentes aos OIA para os investidores e o mercado. Este intento, de que o art. 21º/3 é exemplo, poderá, ainda assim, ser contornado por agentes económicos com motivações perversas. Louva-se, porém, a vertente programática da norma.

O Sub-Título I do presente escrito dissecar as políticas legislativas de maior relevo adotadas pelo Direito comunitário em relação aos GFIA.

No seu *genesis*, este diploma propunha-se a instituir um corte total com a pretérita regulação dos OIC não dirigidos à generalidade dos investidores. Este intento foi subsequentemente refreado pela compreensão de que um sistema financeiro impositivo de estritas exigências de conduta sobre os seus agentes só será na sua globalidade vantajoso se, em simultâneo, se consubstanciar como apelativo à canalização do aforro dos investidores que se propõe a defender.

Tendo em vista a promoção do saudável funcionamento do sistema financeiro, procedeu-se a uma uniformização das condições de acesso à atividade de ERG, independentemente do objeto da sua administração ser um OICVM ou um OIA. Esta medida findou a discriminação positiva que pendia sobre os GFIA, cuja identidade e aptidões profissionais eram frequentemente desconhecidas pelo supervisor.

As iniciativas de investimento menos convencionais, enquanto traço distintivo do GFIA, não são embargadas pela Diretiva. Caso o fossem, manter-se-iam idênticas práticas noutros espaços económicos. Note-se que é o modo de concretização da sua política de investimento que se encontra sujeito a profundas alterações, *maxime*, a sua divulgação ao supervisor. Procedeu-se à defesa da integridade do mercado por intermédio da separação, no seio organizacional, da função de gestão de risco. O reforço da confiança dos investidores dá-se por meio de rigorosos mecanismos de gestão de liquidez.

Deste modo, a Diretiva GFIA dá corpo a um desígnio simbiótico, assente na captação de capitais pelo mercado financeiro europeu e pela proteção dos seus intervenientes. Não se podendo afirmar uma concretização plena dos desideratos, consegue-se, contudo, verificar que nenhum deixou de ser considerado e acautelado, o que será sempre motivo de satisfação quando se avalia uma medida de compromisso.

## **Bibliografia Consultada**

**ALBUQUERQUE, Carlos A. Torroaes** - *Gestão de ativos: Assimetria de Informação e Perspetivas dos Diversos Tipos de Entidades*. [www.institutovaloresmobiliarios.pt] s.l. : Instituto dos Valores Mobiliários, 2012.

**ALMEIDA, António Pereira** - O governo dos fundos de investimento. *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Almedina, Coimbra, 2008.

**ALMEIDA, António Pereira de** - *A diretiva dos mercados*. [http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/?p=11] s.l. : Instituto dos Valores Mobiliários, 2011.

**ALMEIDA, António Pereira de** - *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercado*. 6ª. Coimbra : Coimbra Editora, 2011.

**ANDENAS, Mads & CHIU** - *The Foundations and Future of Financial Regulation: Governance for Responsibility*. Nova York : Routledge, 2014.

**ANTUNES, Engrácia** - Valores mobiliários: conceito, espécies e regime jurídico. *RFDUP*, ano V, Coimbra Editora, Coimbra, 2008.

**ANTUNES, Engrácia** - Os "hedge funds" e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IX, Almedina, Coimbra, 2009.

**ANTUNES, Engrácia** - *Os instrumentos financeiros*. Coimbra : Almedina, 2009.

**ANTUNES, Pedro Eiras & PEIXOTO, Álvaro Caires** - *Fundos de Investimento - Análise, Gestão e Performance*. Lisboa : Texto Editora, 1993.

**ARÉVALO, Belén Rico** - El Modelo de Regulación Española para los Hedge Funds. *Régimen Jurídico y Económico de los "Hedge Funds"*. Pamplona : Editorial Aranzadi, 2008.

**ASCENÇÃO, Oliveira** - O novíssimo conceito de Valor Mobiliário. *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Almedina, Coimbra, 2006.

**ASCENÇÃO, Oliveira. 1996** - Valor Mobiliário e Título de Crédito. *Separata da ROA, Ano 56.*, Vol. III, 1996.

**BARCELONA, Eugenio** - Strumenti Finanziari Derivati: Significato Normativo di una "Definizione". *Banca Borsa Titoli di Credito*, Vol. 65, 2012.

**BESSA, Tiago** - Crise, regulação e supervisão de hedge funds. *RDS*, Vol. II, 3-4, Almedina, Coimbra, 2010.

**BOCK, Georges & RIETDIJK, heleen** - *AIFMD Re-shaping for the future*. [<http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pages/aifmd-fourth-edition.aspx>] s.l. : KPMG, 2013.

**CÂMARA, Paulo** - *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra : Almedina, 2011.

**CÂMARA, Paulo** - Conflito de Interesses no Direito Financeiro e Societário: Um Retrato Anatômico. AA.VV. *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Coimbra : Almedina, 2010.

**CÂMARA, Paulo** - Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários. AA. VV. *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. Lisboa : Edição Lex, 1997.

**CÂMARA, Paulo** - *O Sistema Europeu de Supervisão Financeira*. [[www.institutovaloresmobiliarios.pt](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt)] s.l. : Instituto dos Valores Mobiliários, 2012.

**CATARINO, Luís Guilherme** - *A reforma da regulação financeira na União Europeia: refração do movimento do Direito Administrativo Global*. [[www.institutovaloresmobiliarios.pt](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt)] s.l. : Instituto dos Valores Mobiliários, 2011.

**CCA Advogados** - *DIREITO BANCÁRIO E FINANCEIRO Nº 01/2013* . [[http://www.cca-advogados.com/xms/files/2013/Newsletters/Dezembro/CCA\\_Newsletter\\_BancarioFinanceiro\\_Dez.2013.pdf](http://www.cca-advogados.com/xms/files/2013/Newsletters/Dezembro/CCA_Newsletter_BancarioFinanceiro_Dez.2013.pdf).] s.l. : CCA Advogados, 2013.

**COELHO, Miguel** - Análise Financeira e Recomendações de Investimento. *Direito dos Valores Mobiliários*, Almeida, Coimbra Vol. X, 2011.

**COMISSÃO DOS ASUNTOS ECONÓMICOS E MONETÁRIOS** - *Acto modificativo da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários 0207*. s.l. : Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários, 2010.

**CORDEIRO, António Menezes** - *Manual de Direito das Sociedades - Das Sociedades em Geral*. 2ª. Coimbra : Almedina, Vol. I, 2007.

**CUMMING, Douglas** - *Capital Flows and Hedge Fund Regulation*. [[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)] s.l. : Social Science Research Network , 2008.

**CUMMING, Douglas** - Don't Fence Them In Hedge Fund Regulation and Performance. *Canadian Investment Review* . 2008.

**CUMMING, Douglas & DAI, Na** - *A Law and Finance Analysis of Hedge Funds*. [[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)] s.l. : Social Science Research , 2008.

**CUMMING, Douglas & DAI, Na** - Hedge Fund Regulation and Misreported Return. *European Financial Management*, Vol. 16, 2010.

**CUMMING, Douglas J. & DAI, Na** - *Capital flows and Hedge Regulation*. New York : York University, 2008.

**CUMMING, Douglas J., SHAWKY, Hany A. e DAI, Na** - *Diversification in the Hedge Fund Industry*. New York : York University, 2010.

**CUMMING, Douglas J.; NA Dai; HASS, Lars & SCHWEIZER** - *Regulatory Induced Performance Persistence: Evidence from Hedge Funds*. [[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)] s.l. : Social Science Research Network, 2010.

**ESMA** - *Orientações sobre conceitos-chave da Diretiva GFIA.* [www.esma.europa.eu/system/files/esma\_2013\_00600000\_pt\_cor.] Paris : ESMA, 2013.

**ESPAÑA & ASOCIADOS** - *EAbrief: Novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo/ New legal regime on Undertakings for Collective Investmen.* [www.espanhaassociados.pt/fotos/newsletter/listagem/eabriefnovoregimejuridicodorganismosdeinvestimentocolectivo\_1368443641.pdf.] s.l. : Espanha e Associados - Sociedade de Advogados, 2013.

**FERNANDÉZ, Francisco Uría** - *La Transposición al Ordenamiento Español de la Directiva Ucits y sus Efectos sobre la Industria Europea de la Inversión Colectiva.* [www.fef.es/new] s.l. : Observatorio sobre la Reforma de los mercados Financieros Europeos, 2012.

**FERNANDO, Nunes** - *Governança de Organismos de Investimento Colectivo, Análise Crítica do Modelo Vigente em Portugal. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 21, 2005.*

**FERRAN, Eilís; MOLONEY, Niamh; HILL, Jennifer & COFFEE, John** - *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis.* Cambridge : University of Cambridge Faculty of Law, 2012.

**FICHTNER , Jan**- *The Rise of Hedge Funds: A Story of Inequality. Momentum Quarterly, Vol. 2, 2013,*

**FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY** - *Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD).* [www.fca.org.uk/firms/markets/international-markets/aifmd] s.l. : Financial Conduct Authority, 2013.

**GONÇALVES, Renato** - *Notas sobre o novo regime jurídico dos organismos de investimento coletivo, Comentário 1: Perspetiva geral do diploma, normas gerais sobre organismos de investimento coletivo e entidades relacionadas. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 17, 2003.*

**GUERREIRO CAIADO & ASSOCIADOS** - *Newsletter Junho de 2013*.  
[[www.caiadoguerreiro.com/.../e44ba65a4f5d1e48dc6eb9004bc459e4.pdf](http://www.caiadoguerreiro.com/.../e44ba65a4f5d1e48dc6eb9004bc459e4.pdf)] s.l. :  
Caiado e Guerreiro Associados, 2013.

**HEDGES, James R.** - *Hedges on Hedge Funds: How to Successfully Analyze and Select an Investment*. New Jersey : John Wiley & Sons , 2005.

**ISMR** - *Collective Investment Vehicles*. [[www.nseindia.com](http://www.nseindia.com)] s.l. : ISMR, 2013.

**MAFFEIS, Daniele** - *Le stagioni dell'orrore in Europa: Da Frankenstein Ai Derivati*, Vol. 65, 2012.

**MAHMUD, Sarah J.** - *The EU Financial Services Regulatory Reform Agenda: What More Are We Waiting For?* [[www.globallawwatch.com/2013/09/eu-financial-services-regulatory-reform-agenda-waiting/](http://www.globallawwatch.com/2013/09/eu-financial-services-regulatory-reform-agenda-waiting/)] s.l. : Bloomberg Law, 2013.

**MIRANDA CORREIRA AMENDOAIEIRA & ASSOCIADOS** - *Boletim Bancário e Financeiro N.º 2/2013*. [[www.mirandalawfirm.com/uploadedfiles/20130927\\_fd1ec9.pdf](http://www.mirandalawfirm.com/uploadedfiles/20130927_fd1ec9.pdf)] s.l. :  
Miranda Correia Amendoeira & Associados , 2013.

**OLIVEIRA, Gustavo; & LOUREIRO, Alexandra .** - *A Directiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos: Impacto nas Sociedades de Capital de Risco*. [[http://www.srslegal.pt/resultados-depesquisa/?search\\_keywords=DIRECTIVA&x=0&y=0](http://www.srslegal.pt/resultados-depesquisa/?search_keywords=DIRECTIVA&x=0&y=0)] s.l. : SRS, 2013.

**PINHO, Catarina Romão** - *Os fundos de investimento mobiliário no Direito Português: natureza jurídica e exercício do direito de voto pela entidade gestora*, RDS, IV, 1, Almedina, Coimbra, 2012.

**PWC** - *12th Annual Alternative Investments Seminar*. [[www.pwc.com/us/en/alternative-investment/12th-annual-alternative-investments-seminar.jhtml](http://www.pwc.com/us/en/alternative-investment/12th-annual-alternative-investments-seminar.jhtml)] Nova York : PwC, 2012.

**PWC** - *From black box to open book: US Hedge fund trust and transparency*. [<http://www.pwc.com/gx/en/asset-management/hedge-funds/insight.jhtml>] ] Nova York : PwC , 2011.

**RAZINA, Florbela & SILVA, Fernando** - *Fundos De Investimento Atípicos Conceitos E Regulação*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002.

**REIS, Célia** - *Notas sobre o novo regime jurídico dos organismos de investimento colectivo, Comentário 2: A actividade dos organismos de investimento colectivo, supervisão e regulamentação*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 17, 2003.

**Resende, Daniel & Sotto-Maior, Felipe** - *Fundos de Investimento em Cotas e a Estrutura Master-Feeder*. [[www.comparacaodefundos.com/blog/fundos-de-investimento-em-cotas-e-a-estrutura-master-feeder/](http://www.comparacaodefundos.com/blog/fundos-de-investimento-em-cotas-e-a-estrutura-master-feeder/)] 2013.

**RODRIGUES, Sofia Nascimento** - *A Reforma do Sistema Português de Supervisão Financeira. Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. X, Almedina, Coimbra, 2011.

**SANTOS, Filipe Cassiano dos** - *Corporate Governance e Regime das Instituições de Crédito: Novas Tendências em Matéria de Governo das Sociedades Bancárias e de Supervisão*. [[www.institutovaloresmobiliarios.pt](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt)] s.l. : Instituto dos Valores Mobiliários, 2011.

**SANTOS, Hugo Moredo** - *Um governo para os fundos de investimento. AA. VV. O governo de organizações, a vocação global do corporate governance*. Coimbra : Almedina, 2011.

**SANTOS, Jorge Costa dos** - *Direitos inerentes aos valores mobiliários (Em especial, os direitos equiparados a valores mobiliários e o direito ao dividendo)*. *Direito dos Valores Mobiliários*. Lisboa : Instituto dos Valores Mobiliários, 1997.

**SIEGMANN, Arjen; STEFANOVA, Denitsa & ZAMOJSKY, Marcin** - *Hedge Fund Innovation*. [[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)] s.l. : Social Science Research Network, 2013.

**SILVA, João Calvão da** - *Banca, Bolsa e Seguros*. Coimbra : Almedina, 2013.

**SILVA, João Calvão da** - *Regulação e supervisão financeiras: lições da primeira crise global. Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Telles, Vol. II*. Coimbra : Almedina, 2012.

**SILVA, Mariana Duarte. 2013.** *Update Momentum: Financeiro e Governance.* [www.mirandalawfirm.com/uploadedfiles/20130927\_fd1ec9.pdf] s.l. : Sérvulo & Associados , 2013.

**SILVA, Paula Costa e -** *Direito dos Valores Mobiliários - Relatório.* Coimbra : Coimbra Editora, 2005.

**TOMASIC, Roman & AKINBAMI, Folarin -** The Role of Trust in Maintaining the Residence of Financial Markets. *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. II, 2011.

**TOMÉ, Maria João -** *Fundos de Investimento Mobiliários Abertos.* Coimbra : Almedina, 1997.

**TORRES, Maria Antónia -** *Mudanças a fundo: Directiva dos GFIA.* [www.pwc.pt/pt/fiscalidade/imagens/Brochura-Directiva-dos-GFIA.pdf] s.l. : PwC, 2011.

**VALE, Alexandre Lucena e -** *Informação e operações sobre Valores Mobiliários.* [http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/?p=11] s.l. : Instituto dos Valores Mobiliários, 2012.

**VASCONCELOS, Pedro Pais -** O acionista de capital de risco - dever de gestão. *II Congresso Direito das Sociedades em Revista .* Coimbra : Almedina, 2012.

**VEIGA, Alexandre Brandão da -** *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário: regime jurídico.* Coimbra : Almedina, 1999.

**VIEIRA DE ALMEIDA & ASSOCIADOS -** *Flash Informativo: BANCÁRIO & FINANCEIRO / MERCADOS DE CAPITAIS.* [www.vda.pt/xms/files/Newsletters/Newsletter\_Bancario\_Financeiro\_-\_Mercado\_de\_capitais\_-\_abril\_2013.pdf.] s.l. : Vieira De Almeida & Associados Sociedade , 2013.

**VILAR, Maria João; MATOS, Lino & Soares, Vasco -** *A Importância da Informação no Mercado de Valores Mobiliários.* Valadares : APDMC, 1996.

**WESSEL, Ramses A. & Blockmans, Steven** - *Between Autonomy and Dependence: The EU Legal Order Under the Influence of International Organisations*. s.l. : Springer, 2013.