

Comentários a Projeto de Alteração ao Regulamento da CMVM sobre Gestão de Ativos



António
Rocha Alves
SÓCIO



André
Fernandes Bento
RESPONSÁVEL DE ÁREA



Francisco
Albuquerque Reis
ASSOCIADO SÉNIOR

i.

Introdução

A CMVM colocou em consulta pública o projeto de regulamento que visa alterar os Regulamentos da CMVM n.º 8/2018, n.º 1/2020, n.º 7/2020, n.º 8/2020, n.º 9/2020, n.º 6/2023 e n.º 7/2023 e revogar o n.º 1/2016.

Enquanto sociedade de advogados com larga experiência na prestação de serviços jurídicos nas áreas de gestão de ativos, e em particular nas áreas de private equity e de venture capital, a CS'Associados apresentou os seus contributos para este processo de consulta pública, os quais têm por objeto o Art. 75.º-A, proposto introduzir no Regulamento n.º 7/2023.

Para melhor facilidade de referência, transcrevemos de seguida os excertos do projetado Art. 75.º-A que nos suscitaram comentários:

1. *Para efeitos do disposto no n.º 8 do artigo 31.º do RGA, a sociedade gestora pode investir os montantes que excedam os fundos próprios exigíveis nos termos da lei em:*
 - a) *Ativos que cumpram os requisitos previstos no n.º 7 do artigo 31.º do RGA;*
 - b) *Participações em sociedades do setor financeiro estabelecidas na União Europeia ou num país terceiro, desde que, neste caso, as referidas sociedades se encontrem sujeitas a normas prudenciais equivalentes às que constam da legislação da União Europeia;*
 - c) *Valores mobiliários emitidos por organismos de investimento coletivo*

- sob gestão ou ativos que componham a carteira destes, com o objetivo de alinhamento de interesses e de participação no risco de investimento;*
- d) Ativos necessários à prossecução da sua atividade.*
- 2. O investimento referido na alínea b) do número anterior está sujeito a comunicação prévia à CMVM com uma antecedência de 30 dias em relação à data do investimento, acompanhada da seguinte informação:*
(...)
- 3. O investimento referido no n.º 1 não pode representar riscos para o cumprimento dos requisitos prudenciais, nem colocar em causa a gestão sã e prudente da sociedade gestora, incluindo originar perdas de valor superior ao capital investido.»*

ii. Comentários

O aditamento do Artigo 75.º-A tem como objetivo desenvolver o regime do Art. 31.º, n.º 8 do Regime da Gestão de Ativos (**RG**A), que autoriza as sociedades gestoras a investir valores superiores aos fundos próprios exigíveis nos termos da lei, desde que tais investimentos sejam, a todo o tempo, acessórios em relação à atividade principal e que sejam prevenidos os conflitos de interesses.

O Artigo 75.º-A do Regulamento 7/2023, tal como projetado, impõe várias restrições de natureza inovadora que não se traduzem no desenvolvimento dos princípios subjacentes àquele preceito legal, revelando-se mesmo contraditórias com a finalidade que lhe está subjacente – a de permitir uma maior amplitude de investimentos dos ativos que excedem a reserva de fundos próprios exigível - e não permitir a identificação de um critério claro que tenha orientado a escolha dos investimentos elegíveis.

Acresce que a opção adotada pelo projeto de regulamento, ao restringir o elenco dos investimentos elegíveis, acaba por ter o efeito perverso e, julga-se, indesejável do ponto de vista prudencial, de não incentivar a manutenção nas sociedades gestoras de grande dimensão de capitais próprios superiores ao montante do fundo próprios, uma vez que as alternativas para a rentabilização do excesso de liquidez ficam desnecessariamente limitadas.

Entendemos que a opção regulamentar acaba por ser sistematicamente incoerente com o tratamento (não) dado ao investimento em carteira própria de sociedades de pequena dimensão (que não está sujeita a

outras restrições que não a acessoriedade e, naturalmente, a prevenção de conflitos de interesses). Essa incoerência também se manifesta, a título de exemplo, no facto das empresas de investimento poderem, nos termos do Artigo 43.º do Regulamento (UE) 2019/2033, investir mesmo a reserva de liquidez em diversos instrumentos financeiros (sujeito à verificação de algumas condições previstas nesse preceito, muito menos restritivas), como obrigações emitidas por sociedades comerciais, ações, OICs, ETFs, e até outros instrumentos financeiros, desde que negociados numa plataforma de negociação e para os quais exista um mercado líquido.

Em desenvolvimento do comentário geral acima enunciado, apresentamos de seguida, de modo esquemático, as principais observações que endereçámos à CMVM, relativamente a cada uma das três alíneas do n.º 1 do Art. 75.º-A.

Questão	N.º do artigo/alínea	Norma	Observações/Comentários
1.	Investimentos em ativos líquidos	1, al. a)	<p>Prevê que a gestora pode investir os montantes que excedam os fundos próprios exigíveis em ativos que cumpram os requisitos do n.º 7 do artigo 31.º do RGA, ou seja, que sejam “investidos em ativos líquidos ou prontamente convertíveis em numerário no curto prazo” e que “não incluem posições especulativas.”</p> <p>Entendemos a razão de o Art. 31.º, n.º 7 do RGA exigir que os fundos próprios sejam investidos em ativos líquidos ou prontamente convertíveis em numerário no curto prazo, e que não incluam posições especulativas.¹ Trata-se dos ativos destinados ao cumprimento dos requisitos de fundos próprios, em cumprimento dos requisitos previstos no Art. 31.º do RGA, que visam transpor o Art. 9.º da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo.</p> <p>Todavia, não há razão para prever limites ou restrições à gestora no investimento dos fundos próprios que excedam os montantes necessários para cumprir os requisitos legais, mesmo que estes não tenham liquidez ou sejam suscetíveis de fazer incorrer a gestora em perdas. Com efeito, há vários instrumentos financeiros que, numa ótica de boa gestão de tesouraria, mesmo não sendo subsumíveis ao Art. 31.º, n.º 7 do RGA, por não terem liquidez ou apresentarem um risco de perdas, podem, ainda assim, ser considerados como investimentos adequados, como é o caso das obrigações do tesouro, ações ou obrigações de empresas, OICVMs ou OIAs.²</p>

¹ Como resulta do disposto no Art. 33.º, n.º 3, alínea b) do RGA a contrario, e tanto quanto sabemos, é o entendimento da CMVM, o Art. 31.º, n.º 7 do RGA só é aplicável às sociedades gestoras de grande dimensão.

² Esta atividade não é confundível com a negociação por conta própria em instrumentos financeiros (proprietary trading), que se deve traduzir numa negociação proprietária ativa com vista a lucros, no âmbito de serviços prestados a clientes, e exige uma autorização como intermediário financeiro, nos termos do disposto nos Arts. 289.º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários. Trata-se, apenas, do investimento dos excedentes de tesouraria, que é realizado a título acessório por qualquer empresa (incluindo empresas de investimento não autorizadas a desenvolver atividade de negociação por conta própria).

Questão		N.º do artigo/ alínea	Norma	Observações/Comentários
2.	Investimentos no setor financeiro	1, al. b)	Prevê que a gestora pode investir os montantes que excedam os fundos próprios exigíveis em <i>“participações em sociedades do setor financeiro estabelecidas na União Europeia ou num país terceiro, desde que, neste caso, as referidas sociedades se encontrem sujeitas a normas prudenciais equivalentes às que constam da legislação da União Europeia”</i> .	<p>Na falta de pistas na legislação nacional e europeia, ou nas orientações da ESMA, temos dificuldade em compreender o critério que terá conduzido a CMVM a considerar admissível o investimento em entidades do setor financeiro, em detrimento de outros setores.</p> <p>O investimento nesse setor não está certamente isento de riscos, se tivermos presentes as vicissitudes dos últimos anos, bem como, numa perspetiva futura, a entrada de novos operadores sujeitos a requisitos regulatórios menos exigentes, em áreas como os serviços de pagamento, financiamento colaborativo ou criptoativos. Novamente, parece-nos que, acima de tudo, os recursos humanos da gestora terão o conhecimento e experiência necessários para adotar as decisões de gestão de tesouraria que entenderem mais adequadas, tendo em consideração o perfil de risco da gestora e respetivos acionistas, no que respeita ao investimento dos fundos próprios que excedem os limites legais.</p>
3.	Investimentos em fundos geridos	1, al. c)	Prevê que a gestora pode investir os montantes que excedam os fundos próprios exigíveis em <i>“valores mobiliários emitidos por organismos de investimento coletivo sob gestão ou ativos que componham a carteira destes, com o objetivo de alinhamento de interesses e de participação no risco de investimento”</i> .	<p>Embora esta alínea seja naturalmente de saudar, dado que clarifica finalmente que as sociedades gestoras de grande dimensão podem investir em unidades de participação dos OICs que têm sob gestão ou dos ativos em que estes investem, entendemos que o excerto <i>“com o objetivo de alinhamento de interesses e de participação no risco de investimento”</i> não só não é necessário como gerará segura e desnecessariamente insegurança jurídica na decisão sobre a elegibilidade de certos investimentos.</p> <p>A dúvida sobre a necessidade de alinhamento de interesses e participação no risco de investimento prende-se com o saber se esse alinhamento implica que o investimento em fundos geridos implica que os interesses e/ou o risco da sociedade gestora e dos investidores sejam proporcionalmente os mesmos. Se esse for o sentido, então a necessidade desse alinhamento e/ou partilha do risco deixará de fora situações em que, sem afetar o interesse dos investidores, o investimento das sociedades gestoras em unidades de participação não reflete um alinhamento de interesses nem reflete uma partilha de risco. Isso acontece desde logo nos casos em que, como prática comum em Portugal e nos mercados internacionais, a gestora de OICs subscrever UPs de categoria especial, em que o direito ao resgate/reembolso e a distribuições está graduado abaixo dos restantes investidores ou em que as circunstâncias justificam de forma objetiva um desalinhamento e/ou diferentes partilhas e risco, assentes na expectativa de retorno ou no sector em que o OICs investem.</p> <p>Se a leitura que fazemos for a correta, então a oração <i>“com o objetivo de alinhamento de interesses e de participação no risco de investimento”</i> deverá ser eliminada, por não refletir práticas de mercado. Se, pelo contrário, for incorreta, então a referida frase deverá ser eliminada, por não desempenhar qualquer função útil e ser fonte de incerteza e insegurança jurídica.</p> <p>A possibilidade do investimento de uma gestora nos OICs pode ter um papel essencial no processo de comercialização desses OICs. Deste modo, não deverá haver outros condicionalismos, ou o risco de se entender que existem outros condicionalismos, para além da verificação objetiva de que, em relação a um determinado OIC, há investimentos feitos pela por investidores e pela respetiva sociedade gestora, aceitando-se que esses investimentos sejam uma atividade acessória e que o risco de investimento não seja superior ao capital investido.</p>

Questão		N.º do artigo/ alínea	Norma	Observações/Comentários
4.	Perdas superiores ao capital investido	3	Prevê que o investimento “ <i>não pode representar riscos para o cumprimento dos requisitos prudenciais, nem colocar em causa a gestão sã e prudente da sociedade gestora, incluindo originar perdas de valor superior ao capital investido.</i> ”	Consideramos ser pertinente o disposto no n. 3 deste Artigo. Naturalmente, os investimentos não poderão conduzir a uma dispersão na atividade da gestora, que a levasse a perder o foco na gestão dos OICs, que lhe compete a título principal, sendo especialmente pertinente sublinhar neste preceito que são inadmissíveis investimentos que possam conduzir à perda de capital investido, o que colocaria em risco a reserva de fundos próprios exigíveis.