



JOSÉ GONZAGA ROSA
Senior Advisor at PKF Attest. Doutorando FDUL

Directiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo: requisitos operacionais de funcionamento e deveres de conduta

Directive on Alternative Investment Fund Managers: operational conditions and duties of conduct

RESUMO: A Directiva 2011/61/EU, de 8 de Junho de 2011 (Directiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo), constitui a primeira iniciativa europeia para a criação de um mercado integrado de gestores de fundos de investimento alternativo, conferindo desta forma acrescida tutela jurídica aos investidores por via da imposição de deveres de conduta materializados em requisitos operacionais de funcionamento.

Esta directiva e a índole pragmática e inovadora que a norteia de fixação de princípios de funcionamento que dão corpo a deveres fiduciários bem conhecidos, ilustra a tendência de funcionalização do direito dos valores mobiliários.

Mais, e com relevância para o nosso trabalho, a interacção entre o direito europeu focado na criação de condições (“ex-ante”) para a construção do mercado único através do fortalecimento dos requisitos de supervisão financeira, e o direito positivado dos Estados-membros, esse sim, preponderante na regulação privada (“ex-post”) do tráfego jurídico de valores mobiliários, coloca novos desafios à eficácia de aplicação do direito (“enforcement”) do mercado de capitais no espaço da União Europeia.

O nosso trabalho visa a caracterização do leque de deveres de conduta que a DGFIA consagra para os gestores de fundos de investimento alternativo, problematizando a sua articulação com o direito financeiro positivado

no Regime Geral dos Organismos de Investimento Colectivo e no Código de Valores Mobiliários português.

Palavras-chave: AIFMD; RGOIC, OIC, GFIA, FIA

ABSTRACT: *Directive 2011/61/EU of 8 June 2011 (Alternative Investment Fund Managers Directive) is the first European initiative to create an integrated market for alternative investment fund managers, thereby giving investors legal protection through greater transparency and security requirements over this type of management.*

However, the principles and duties of conduct of AIFM, articulated in the operating conditions of AIF, illustrate well the tendency of functionalization of capital market law.

Moreover, and with relevance to our work, the interplay between European law focused on creating conditions (“ex-ante”) for the construction of the single market by strengthening financial supervision conditions, and each member state private law preponderant in the private regulation (“ex-post”) of securities legal traffic, raises new challenges in the effectiveness of the enforcement of capital markets law across the European Union.

Our work aims to characterize the range of financial fiduciary duties impeding on alternative investment funds managers, and its articulation with the Portuguese Securities Code.

Keywords: *AIFMD; European fund industry; UCITS; alternative investment funds; fund regulation.*

SUMÁRIO: Resumo; Abstract; Lista de abreviaturas; Capítulo I: Introdução; 1.1 Enquadramento; 1.2 Relevância do tema; 1.3 Revisão de literatura; 1.4 Enunciado do problema e metodologia; Capítulo II – A UE e os FIA: os antecedentes da DGFIA; 2.1 Os antecedentes pré crise financeira; 2.2 A crise financeira e a preparação da DGFIA; 2.3 Da DGFIA ao RGOIC; Capítulo III: A DGFIA; 3.1 Âmbito de aplicação subjectiva e objectivos da directiva; 3.2 A comercialização junto de investidores não profissionais; 3.3 A aplicação do Regime Simplificado; 3.4 Definições; 3.4.1. GFIA; 3.4.2. FIA; 3.5 O regime do passaporte: regras impostas ao GFIA; 3.6 Os deveres de conduta e as condições operacionais de funcionamento; 3.6.1 Deveres de zelo e diligência, honestidade e correcção; 3.6.2 Agir em defesa dos melhores interesses dos FIA ou dos investidores; 3.6.3 Capacitação de recursos e processos; 3.6.4 Assegurar a gestão de conflitos de interesse; 3.6.5 Tratar todos os investidores de forma justa; 3.7 Os deveres de conduta da DGFIA: natureza jurídica; 3.7.1 Dever de lealdade; 3.7.2 Dever de diligência; 3.7.3 Agir em defesa dos melhores interesses dos FIA; Capítulo IV – Conclusões; Bibliografia; Relatórios.

LISTA DE ABREVIATURAS

AIFMD	<i>Alternative Investment Funds Managers Directive</i>
AIF	<i>Alternative Investment Fund</i>
DGFIA	Directiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de Junho de 2011. Directiva dos Gestores de Fundos de Investimento alternativo
DMIF I	Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros
DMIF II	Directiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros
EBA	<i>European Banking Authority</i> (Autoridade Bancária Europeia)
ECB	<i>European Central Bank</i> (Banco Central Europeu)
FIA	Fundos de investimento alternativo
FSB	<i>Financial Stability Board</i>
GFIA	Gestores de fundos de investimento alternativo
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
OIC	Organismos de investimento colectivo
OIAVM	Organismos de investimento alternativo em valores mobiliários
OICVM	Organismos de investimento colectivo em valores mobiliários
RGIC	Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 Dezembro
RGOIC	Regime Geral dos Organismos de Investimento Colectivo, aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro
RJCR	Regime jurídico do investimento em capital de risco, em empreendedorismo social e em investimento alternativo especializado aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro
UCITS	<i>Undertakings for collective Investment in transferable securities</i>

Capítulo I: **Introdução**

1.1 **Enquadramento**

A moldura europeia de regulação de fundos de investimento assenta na Directiva OICVM (Organismos de investimento colectivo em valores mobiliários) que regula o regime de investimento colectivo em valores mobiliários de elevada liquidez, e na Directiva GFIA (adiante “DGFIA”) dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo¹.

A aplicação de um quadro regulatório “ex-novo” aos fundos de investimento alternativo, representa um avanço substancial na aplicação material do direito de capitais de cariz europeu a uma componente importante da indústria de gestão de activos na Europa.

Os organismos de investimento colectivo² vocacionados para levantamento de fundos junto de investidores profissionais e aplicação de estratégias de investimento de maior risco, operaram historicamente num enquadramento regulatório menos exigente que o dos fundos com distribuição junto dos investidores de retalho (investidores não exclusivamente qualificados).

A DGFIA veio alterar esta realidade através da consagração de um conjunto de deveres e requisitos às entidades autorizadas a exercer a actividade de gestão de fundos de investimento alternativo, mediante a aplicação do regime de passaporte europeu.

Entre nós, a DGFIA foi parcialmente transcrita para o Regime Geral dos Organismos de Investimento Colectivo aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro (adiante RGOIC) e para o regime jurídico do investimento em

capital de risco com a entrada em vigor da Lei n.º 18/2015, de 4 de março (“RJCR”).

¹ A data limite de recolha e análise de legislação para a elaboração do presente relatório foi 30 de Abril de 2020.

² Para uma definição do conceito de unidade de participação e breve introdução histórica: A. Barreto Menezes Cordeiro (2018), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina: Coimbra, 2.ª ed., 176.

O Regime Geral dos Organismos de Investimento Colectivo aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro consagra duas modalidades de organismos de investimento colectivo, a saber: (a) “Organismos de investimento colectivo em valores mobiliários” (OICVM), que são organismos abertos cujo objecto exclusivo é o investimento colectivo de capitais de investidores não exclusivamente qualificados³, (b) “Organismos de investimento alternativo” (OIA), que são os demais seguidamente elencados:⁴:

- Organismos de investimento alternativo em valores mobiliários (OIAVM); organismos abertos ou fechados, cujo objecto é o investimento colectivo em valores mobiliários ou outros activos financeiros (abrangendo, de entre os abertos, os que não cumprem os requisitos dos organismos de investimento colectivo em valores mobiliários);
- Organismos de investimento imobiliário (OII); organismos abertos ou fechados, cujo objecto é o investimento em activos imobiliários;
- Organismos de investimento em activos não financeiros (OIANF); outros organismos fechados cujo objecto inclua o investimento em activos não financeiros que sejam bens duradouros e tenham valor determinável.
- Os organismos de investimento em capital de risco, os fundos de empreendedorismo social, os organismos de investimento alternativo especializado e os organismos de investimento colectivo previstos em legislação da União Europeia⁵. Estes são dotados de autonomia formal e substancial e regem-se por legislação especial.

Por esta enumeração se conclui que a classe de Fundos de Investimento Alternativo (“FIA”) constitui, na prática, o regime geral dos OIC, visto que enquadra todas as estruturas que, por motivos de

³ Por este motivo, estes organismos devem investir em valores mobiliários ou outros ativos financeiros líquidos, Art.2º, n.º 1, aa), ii), 1.º

⁴ Art. 2º, n.º 1, aa) ii) RGOIC.

⁵ Art. 1º, n.º 2, a) RGOIC.

restrições de liquidez e de concentração de exposições, não se qualificam para o regime dos organismos de investimento colectivos em valores mobiliários.

1.2 Relevância do tema

Os veículos de investimento alternativo ganharam popularidade ao longo dos últimos anos devido ao contexto de taxas de juro reduzidas em várias classes de valores mobiliários, com destaque para as obrigações.

As estatísticas mais recentes da ESMA⁶ revelam que o sector de FIA na UE em 2018, medido pelo Valor Líquido do Ativo (NAV) sob gestão, ascendeu a 5,8tn euros, o equivalente a 40% da indústria total dos fundos comunitários.

Sendo certo que a necessidade de regulação dos “hedge funds” (fundos de retorno absoluto) impulsionou a criação da DGFIA, a realidade aponta para uma situação diferente.

Os fundos de fundos representavam 14% dos fundos sob gestão, seguidos dos Fundos Imobiliários (12%), fundos de retorno absoluto (6%) e Fundos de Private Equity (6%). A restante categoria de FIA representa cerca de dois terços do sector (61%), abrangendo uma série de estratégias com rendimento fixo e capital próprio que representam 67%.

A realidade confirma que a maioria dos FIA são vendidos a investidores profissionais (84%), mas a participação no retalho é significativa e ascende a 16%, com a maior incidência nas categorias de Fundos de Fundos e Fundos Imobiliários⁷.

Os dois sectores com maior percentagem de investidores de retalho, Fundos de Fundos (FoF) com 31% e Fundos Imobiliários com

⁶ ESMA report values EU Alternative Investment Funds at €5.8 trillion. Press Release, 10 January 2020. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-99-1270_pr_aif_asr_2020.pdf, consultado em 12 de Abril de 2020.

⁷ A crescente participação dos investidores de retalho nos FIA é explicada por fatores demográficos e por dinâmicas estruturais relacionadas com alterações nos regimes de pensões de reforma. A este fenómeno tem-se dado a designação de “retailisation” dos FIA.

21%, são também os sectores onde o relatório encontra potenciais problemas associados ao risco de liquidez.

Face a esta realidade de tendência crescente de captação de fundos junto do sector de retalho (investidores não profissionais), o interesse do nosso estudo é caracterizar a moldura legal da DGFIA e legislação conexas, no que respeita à tutela dos interesses dos investidores por via da imposição de deveres de conduta aos GFIA.

1.3 Revisão de literatura

A temática relacionada com a DGFIA é abordada no contexto da gestão de patrimónios colectivos, abrangendo quer a moldura europeia das Directivas OICVM, DGFIA e DMIF II, quer, marginalmente, o instituto do capital de risco.

A gestão de patrimónios colectivos realiza-se através de organismos de investimento colectivo que podem revestir a forma de fundos de investimento (mobiliário ou imobiliário) ou de sociedades de investimento (mobiliários ou imobiliários)⁸.

O objectivo principal da DGFIA é a criação de um mercado europeu de GFIA mediante a implementação do regime de passaporte e a definição de quadro regulatório mais exigente quanto à transparência da actividade dos gestores e, por esta via, a institucionalização de critérios uniformes de regulação e supervisão⁹.

O âmbito desta directiva é vasto e engloba desde “hedge funds” de grande dimensão susceptíveis de gerar risco sistémico significativo, até fundos de pequena dimensão seguramente benignos para

⁸ Paulo Câmara (2018), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina: Coimbra, 4.ª ed., 875.

⁹ José Manuel Durão Barroso, à altura Presidente da Comissão Europeia, referiu o seguinte a propósito da adopção da DGFIA. “The adoption of the directive means that hedge funds and private equity will no longer operate in a regulatory void outside the scope of supervisors. The new regime brings transparency and security to the way these funds are managed and operate, which adds to the overall stability of our financial system”. European Commission Press Release MEMO 10/573, Statement at the Occasion of the European Parliament Vote on the Directive on Hedge Funds and Private Equity (November 11, 2010, MEMO/10/573).

a estabilidade financeira. Neste sentido, assume um carácter pragmático e aponta, sobretudo, para um regime quadro aplicável aos gestores de fundos não harmonizados¹⁰.

A literatura nacional (autores portugueses) publicada sobre a DGFIA é, até à data, parca, o que se explica, em parte, pelo carácter excessivamente técnico das normas, cujo núcleo gravita em torno de aspectos funcionais e operacionais de gestão dos FIA.

Porém, face à qualificação de intermediação financeira das actividades principais e acessórias dos GFIA, todo o trabalho de exegese do direito positivado e reflexão doutrinária sobre a intermediação financeira, acaba por ser relevante para os deveres que impendem sobre os GFIA.

Neste contexto, assinalamos desde logo a reflexão inspirada na noção da natureza fiduciária da relação de intermediação financeira¹¹ e o contributo relevante para a compreensão do designado direito fiduciário funcional, e a osmose deste no direito europeu de cariz regulatório. Sendo verdade que este não visa necessariamente a regulação do tráfego jurídico, não é menos certo que a sua confrontação com o direito positivado dos Estados-membros suscita questões de coordenação entre a esfera da regulação e a esfera do direito privado¹².

Ora, a articulação destes dois planos normativos, tem passado frequentemente por uma análise técnico-jurídica cujos resultados, regra geral, balanceiam entre duas conclusões possíveis: (a) o direito europeu não pode impor regras mais restritas de protecção dos investidores que as contempladas no direito privado dos Estados-

¹⁰ Niamh Moloney (2014), *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Third Edition, Oxford EU Law Library, 470.

¹¹ Entre outros e a título meramente exemplificativo, A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual* cit., 280. O Professor A. Barreto Menezes Cordeiro apresenta um resumo do trabalho doutrinário da ciência jurídica anglo-saxónica tendo em vista o desenvolvimento de teorias unificadoras das diferentes relações fiduciárias.

¹² Jens-Hinrich Binder (2020), *Transnational Fiduciary Law in Financial Intermediation: Are We There Yet? A Case Study in the Emergence of Transnational Legal Ordering*, UC Irvine Journal of International, Transnational, and Comparative Law: Vol. 5, 85, p.111.

-membros, ou, (b) as normas de protecção do direito europeu apenas pretendem estabelecer linhas de orientação para as autoridades de regulação, pelo que, a última palavra cabe aos tribunais.

Acontece que nem mesmo o Tribunal de Justiça se pronunciou definitivamente sobre este tema¹³, pelo que, alguns autores sugerem uma abordagem dogmática alternativa para capturar a dinâmica de relacionamento entre normas de vinculação contratual provenientes do direito europeu com o objectivo principal de reforço da protecção dos investidores por via de regulação financeira “ex-ante”, e as normas similares que integram o direito privado e que são objecto de aplicação nos tribunais¹⁴.

Na mesma linha de pensamento, mas a um nível mais macro, temos alguma reflexão sobre a necessidade de dotar a IOSCO de competências acrescidas para além das que estão actualmente atri-

¹³ O Tribunal de Justiça da União Europeia teve a oportunidade de esclarecer esta questão a propósito do pedido de decisão prejudicial apresentado por um tribunal de 1.ª instância espanhol, sobre as consequências contratuais para o intermediário financeiro, resultante da omissão de realização dos testes de “adequação” exigidos nos termos dos n.º 4 e 5 do artigo 19.º da DMIF I. Em particular, o tribunal espanhol pretendia averiguar se a violação destas disposições da DMIF I implicaria a nulidade do contrato entre a empresa de investimento e o investidor. O TJUE limitou-se a afirmar que, na ausência de legislação europeia sobre este ponto, cabe à ordem jurídica interna de cada Estado-membro determinar as consequências contratuais do incumprimento da conduta. Cfr. *Coletânea da Jurisprudência*, Acórdão do Tribunal de Justiça (Quarta Secção), 30 de maio de 2013, processo C-604/11, Genil 48 SL, Comercial Hosteleria de Grandes Vinos SL, contra, Bankinter SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA.

¹⁴ Neste sentido, v., Olha O. Cherednychenko (2015), *Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, *European Law Journal*, Jul, Vol. 21, Issue 4, 500-520. Este autor conceptualiza quatro modalidades possíveis de relacionamento entre as normas de direito europeu de vinculação contratual para a protecção dos investidores e os deveres de conduta presentes no direito privado. São eles; (a) modelo de substituição, onde, as normas de direito privado não podem ser mais exigentes que as de direito europeu, (b) modelo de separação com a coabitação dos dois sistemas, (c) modelo de complementaridade em que os tribunais são livres para aplicar as normas mais exigentes, e, (d) o modelo de integração onde as normas de inspiração europeia se diluem no direito privado e influenciam a prática dos tribunais.

buídas, e que são, a adopção de princípios internacionais e troca de informação¹⁵.

Numa perspectiva mais prática e com preocupações centradas nas condições de aplicação eficaz do direito (“enforcement”), deparamos com um debate já antigo (na realidade remonta à criação da U.S. Securities and Exchange Commission), centrado nas virtudes dos modelos públicos centralizados (v.g. SEC), em confrontação com os modelos privatísticos com primazia das decisões de tribunais. Esta literatura releva a importância de práticas inovadoras de cruzamento entre instrumentos de regulação pública e mecanismos de protecção dos investidores em sede de direito privado.

Por exemplo, a externalização dos benefícios de mecanismos de regulação pública a favor da protecção dos investidores, como a disponibilização de informação recolhida e trabalhada por entidades de supervisão públicas para a instrução de processos privados¹⁶.

Com enfoque mais estrito na relação jurídica entre o intermediário financeiro e o cliente (que, como é sabido, não esgota os deveres fiduciários do intermediário financeiro) e na qualificação jurídica do contrato de intermediação financeira¹⁷ e respectivos deveres de conduta, temos uma extensa literatura que se debruça sobre a natu-

¹⁵ Pierre-Henri Conac (2020), *The International Organisation of Securities Commission (IOSCO), Europe, Brexit, and Rethinking Cross-border Regulation: A Call for a World Finance Organisation*, European Company and Financial Law Review, De Gruyter, vol. 17(1), 72-98, February, 96. Após a crise de 2008 a UE desperta para a necessidade de aplicação extraterritorial do seu direito de forma a proteger o espaço de riscos sistémicos exógenos. E simultaneamente, abriu os seus mercados ao abrigo do regime das equivalências – p. 75. O Professor Pierre Henri Conac assinala a necessidade de reforço do papel da IOSCO na fixação de padrões internacionais de regulação do mercado de capitais, de forma a mitigar “ex-ante” o risco de divergências regulatórias.

¹⁶ Pierre-Henri Conac (Editor), Martin Gelter (Editor) (2019), *Global Securities Litigation And Enforcement*, Cambridge University Press, xxviii.

¹⁷ Alguns autores sugerem a substituição do conceito de contrato pelo de relação fiduciária, cfr. A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual* cit., 281. Centrando a problemática no direito positivado, alguma doutrina assimila o contrato de intermediação financeira à figura do mandato comercial. Cfr. Fátima Gomes (2002), *Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado*, em Estudos Dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Almeida Costa, UCP Editora: Lisboa, 569 e 570.

reza dos deveres dos intermediários financeiros e repercussões no regime de responsabilidade civil¹⁸.

Apesar da expressa qualificação como princípios e deveres relativos ao exercício da actividade de intermediação financeira, a doutrina diverge no que respeita à sua natureza jurídica, a saber: (a) meros vectores axiológicos gerais auxiliares da aplicação, interpretação e integração das normas do CVM, (b) cláusulas gerais ou deveres genéricos de conduta que fornecem a macroestrutura dos deveres específicos de conduta em que estes se encontram investidos¹⁹ ou mesmo, (c) verdadeiros deveres jurídicos em sentido estrito que encerram comandos normativos directamente aplicáveis aos intermediários financeiros no exercício da respectiva actividade, cuja violação pode ser fonte da inerente responsabilidade civil e até contra-ordenacional para estes.

Apesar de estimulante, esta reflexão tem sentido prático limitado para o escopo do nosso trabalho.

Finalmente, a sindicância dos deveres de conduta impostos aos GFIA poderá ser comparada aos deveres fundamentais que cabem aos titulares dos órgãos de administração das sociedades comerciais, designadamente, o dever de cuidado²⁰ e de lealdade²¹ para com a sociedade²², incluindo os órgãos sociais com funções de fiscalização²³.

1.4 Enunciado do problema e metodologia

O tema central do nosso trabalho consiste na caracterização das normas de protecção dos investidores, consubstanciadas no núcleo

¹⁸ Cfr. José Engrácia Antunes (2017), *Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Vol. 56, N.º 1, 33.

¹⁹ Arts. 305.º e segs. do CVM.

²⁰ Art. 64.º, n.º 1, al. a) do Código das Sociedades Comerciais.

²¹ Art. 64.º, n.º 1, al. b) do Código das Sociedades Comerciais.

²² Com a reforma do CSC através do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, operou-se a substituição do “dever de diligência”, pelos conceitos de “dever de cuidado” e “dever de lealdade”. Sobre a apreciação crítica da recondução da noção de “dever de cuidado” (entendido como dever de actuar diligentemente) ao leque de deveres fiduciários, V. A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual cit.*, 297.

²³ Art. 64.º, n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais.

das condições operacionais de funcionamento que disciplina a actividade dos gestores de fundos de investimento alternativo.

Neste contexto, procuramos apurar eventuais diferenças materiais entre a paleta de deveres de conduta previstos na DGfIA e a transposição para o direito financeiro português, designadamente, no que respeita ao RGOIC e CVM.

A relevância deste objecto de investigação está relacionada, por um lado, com a eficácia da aplicação do direito nos tribunais dos Estados-membros, e por outro, com a dimensão dos deveres de protecção dos investidores, aqui compreendidas, não apenas as obrigações principais do intermediário financeiro face ao investidor, mas também, a tutela dos vários interesses susceptíveis de serem lesados com a actuação do GFIA.

Esta relação tem necessariamente momentos de tensão, desde logo porque o direito europeu de cariz regulatório encara o direito privado como instrumental na prossecução da concretização do mercado único.

Em termos metodológicos, socorremo-nos da literatura inspirada na natureza fiduciária da relação de intermediação financeira²⁴ e no conceito de “transnational fiduciary law”²⁵, e dos modelos de análise dinâmica de relacionamento entre normas de vinculação contratual provenientes do direito europeu de regulação, e as normas similares que integram o direito privado dos Estados-membros. Esta abordagem apelidada de “Corporate Governance Approach”²⁶ surge como alternativa à tradicional análise técnica legal baseada em relações de hierarquia entre o direito europeu e o direito dos Estados-membros.

A nossa pesquisa foi reforçada pelo levantamento do processo histórico que conduziu à formação da DGfIA, e às soluções de transplante adoptadas pelo legislador português no designado RGOIC.

²⁴ A propósito da explanação de deveres acessórios e deveres de organização e controlo internos, tomámos como referência A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual* cit., 287-317.

²⁵ V. Jens-Hinrich Binder, *Transnational* cit., 102.

²⁶ V. Olha O. Cherednychenko, *Contract* cit., 501.

Finalmente, analisámos as normas relevantes da DGFIA e aprofundadas no Regulamento Delegado²⁷, no que respeita ao núcleo principal dos preceitos relevantes para a protecção dos investidores.

O relatório apresenta a seguinte estrutura:

- Capítulo I – INTRODUÇÃO;
- Capítulo II – A EU E OS FIA: OS ANTECEDENTES DA DGFIA;
- Capítulo III – A DGFIA;
- Capítulo IV – CONCLUSÕES.

Por opção e dada a impossibilidade de abordar toda a temática no âmbito do presente trabalho, excluimos da nossa análise o tema da responsabilidade civil dos GFIA.

Uma linha de investigação igualmente relevante e relacionada com o macro âmbito do nosso objecto de estudo, seria o levantamento de jurisprudência sobre a aplicação dos pressupostos de responsabilidade civil, e em particular, donexo de causalidade entre a violação dos princípios gerais de organização e os danos invocados.

Também por opção e economia de espaço, não avançámos na análise comparativa entre a realidade dos GFIA e os titulares dos órgãos de administração das sociedades comerciais.

Capítulo II: A EU e os FIA: os antecedentes da DGFIA

2.1 Os antecedentes da crise financeira

Em 1985 iniciou-se o longo caminho de regulação dos fundos de investimento na União Europeia com a primeira versão da Directiva OICVM²⁸. Esta regulamentação contribuiu para a criação de um mercado único de fundos de investimento, ao estabelecer pela primeira vez no sector dos serviços financeiros, o princípio do reco-

²⁷ Regulamento Delegado n.º 231/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012.

²⁸ Directiva 85/611/CEE do Conselho, de 20 de Dezembro de 1985, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM).

nhecimento mútuo da autorização e outras disposições facilitadoras da livre comercialização de OIC na União Europeia.

Esta directiva limitou o seu campo de acção aos OICVM (ie. objecto único de investimento em valores mobiliários) de tipo aberto com capitais obtidos junto do público, assumindo a forma contratual de fundos comuns de investimento geridos por uma sociedade de gestão) ou *trust* (*unit trust*) ou a forma estatutária (sociedade de investimento).

Em 2001 foi objecto de revisão pela Directiva 2001/107/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002, a qual introduziu alterações significativas na regulamentação das condições de funcionamento das sociedades gestoras. É também neste documento que surgem as primeiras preocupações com a protecção dos investidores, centradas nos mecanismos de controlo interno das sociedades de gestão²⁹.

Outra inovação relevante das alterações introduzidas em 2001, foi o alargamento da actividade das sociedades gestoras de fundos comuns de investimento e de sociedades de investimento (gestão colectiva de carteiras) à gestão de carteiras de investimento de clientes individuais (gestão individual de carteiras), incluindo a gestão de fundos de pensões.

Foram igualmente abrangidas certas actividades conexas específicas relacionadas com a actividade principal, a par do reforço das normas relativas à prevenção de conflitos de interesses no caso das sociedades de gestão autorizadas a exercer actividade de gestão de carteiras a título colectivo e individual. Esta opção foi acompanhada pela remissão para o regime aplicável aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários.

A Directiva 2001/107/CE que inaugura a expressão “organismos de investimento colectivo harmonizados”, consagrou regras mínimas de acesso e exercício da actividade, bem como um nível mínimo harmonizado de protecção dos investidores³⁰.

²⁹ Preâmbulo, n.º 4 da Directiva 2001/107/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002.

³⁰ Preâmbulo, n.º 16 da Directiva 2001/107/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002.

A legislação em matéria de OICVM até à directiva de 2001 ancorou a protecção dos investidores na imposição de limites ao investimento, requisitos de fundos próprios e obrigações em matéria de informação, bem como na atribuição a depositários independentes das funções de guarda de activos e de supervisão dos fundos.

Em 2005, a Comissão lança o debate público³¹ sobre a revisão da Directiva 85/611/CEE (legislação existente sobre os OICVM, fundos de investimento harmonizados). O livro verde de suporte a esta reflexão, coloca pela primeira vez na agenda regulatória a análise da concentração de riscos das estratégias de investimentos alternativos (“hedge funds” e “private equity funds”), propondo a criação de grupo de peritos para estudo do desenvolvimento deste segmento de mercado e eventual necessidade de abordagem legislativa europeia.

Das principais conclusões³², o livro verde destaca a importância crescente dos organismos de investimento colectivo não harmonizados (“hedge funds”, “private equity funds”, “Guaranteed Funds” e “Real Estate Funds”), a fragmentação do mercado de capitais dada a ausência de condições mínimas de acesso ao mercado e regulação com a proliferação de estruturas legais por jurisdição, e a tendência de massificação destes produtos através de fundos de fundos, alguns transaccionados em mercados regulamentados (com as devidas consequências em termos de protecção dos investidores).

Para além da fragmentação de mercado (com a associada arbitragem regulamentar) e protecção dos investidores, o Livro Verde assinalou ainda a susceptibilidade dos “hedge funds” como risco de contraparte para instituições de crédito, devido aos elevados níveis de endividamento de alguns.

O procedimento de consulta iniciado com o livro verde da Comissão de 2005, levou à conclusão, amplamente partilhada, da neces-

³¹ Comissão Europeia (2005), Livro verde sobre o reforço do enquadramento que rege os fundos de investimento na UE (SEC(2005) 947), Bruxelas, p 47-52. Disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/ComissaoEuropeia/Documents/aa85ed58f4564d33b1e8dd786fbb96cb050714_pt.pdf.

³² European Commission (2006), *Livro verde sobre o reforço do enquadramento que rege os fundos de investimento na UE*, (SEC(2005) 947), Bruxelas, 47-49.

sidade de efectuar alterações substanciais à Directiva 85/611/CEE, dando assim lugar à Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 13 de Julho de 2009³³.

2.2 A crise financeira e a preparação da DGFIA

Apesar da importância do livro verde da Comissão de 2005, foi a crise financeira de 2007/2008 e o alegado envolvimento dos “hedge funds”³⁴ na amplificação dos riscos sistémicos, que motivou a aceleração do processo de regulação.

Em Abril de 2008, o “Global Financial Stability Report” do Fundo Monetário Internacional assinala a existência de falhas de supervisão no acompanhamento dos níveis de endividamento de várias instituições financeiras – banco, seguradoras, “hedge funds” – e dos riscos associados a processos de desendividamento desordenados³⁵.

Em Julho de 2008, o Relatório Lehne (Relatório do Parlamento Europeu) endereça recomendações à Comissão sobre a transparência dos investidores institucionais³⁶.

Em Setembro de 2008 e com o mesmo propósito, o Relatório Rasmussen (Relatório do Parlamento Europeu) aborda o tema relativo

³³ Posteriormente alterada pela Directiva 2014/91/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 23 de Julho de 2014.

³⁴ A expressão é utilizada, por vezes, em sinonímia para ilustrar uma gama variada de estratégias de investimento que extravasam a constituição de carteiras de activos em valores mobiliários de elevada liquidez. De forma genérica, a indústria de fundos de investimento alternativo inclui os fundos com cobertura de risco (*hedge funds*) e os fundos de capitais de investimento (*private equity*), para além de fundos imobiliários (*real estate funds*), fundos de matérias-primas (*commodity funds*), fundos de investimento em infra-estruturas (*infrastructure funds*) e outros tipos de fundos institucionais. Porém, há diferenças significativas entre *hedge funds* e outros organismos de investimento colectivo como os fundos de *private equity*.

³⁵ IMF (2009), *Global Financial Stability Report Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, ix.

³⁶ European Parliament (2008), *Report with recommendations to the Commission on transparency of institutional investors (2007/2239(INI))* Committee on Legal Affairs. Rapporteur: Klaus-Heiner Lehne.

aos fundos de retorno absoluto (*hedge funds*) e aos fundos de investimento em participações privadas (*private equity*)³⁷.

Em Fevereiro de 2009, o Grupo de Alto Nível sobre a Supervisão Financeira presidido por Jacques de Larosière³⁸ recomenda a criação de um enquadramento regulamentar mais exigente para a indústria de organismos de investimento colectivo.

Esta reflexão abre caminho à proposta de directiva da Comissão Europeia³⁹ de alargamento da regulação e supervisão a todos os intervenientes e actividades financeiras susceptíveis de acarretar riscos significativos.

No que respeita à actividade de gestão de fundos de investimento alternativos, a proposta de directiva elencou os seguintes riscos principais para a estabilidade do sistema financeiro: (i) riscos sistémicos ou macro-prudenciais, associados à exposição dos bancos aos FIA e aos efeitos de estratégias de desinvestimento desordenadas na liquidez e estabilidade do sistema financeiro; (ii) riscos micro-prudenciais (lacunas nos sistemas internos de gestão de risco); (iii) inadequada salvaguarda da protecção do investidor, designadamente ao nível da transparência na política de investimento, política de gestão de riscos e procedimentos internos; (iv) eficiência e integridade do mercado; e (v) impacto nas sociedades controladas pelos GFIA.

Face a uma leitura detalhada das implicações decorrentes da ausência de uma abordagem regulamentar transfronteiriça à actividade destes fundos, a proposta de directiva apontou para a obrigatoriedade da gestão e administração de qualquer fundo não-OICVM

³⁷ European Parliament (2008), *Report with recommendations to the Commission on Hedge funds and private equity* (2007/2238(INI)) Committee on Economic and Monetary Affairs Rapporteur: Poul Nyrup Rasmussen.

³⁸ The High Level Group of Financial Supervision in the EU (2009), chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, 25 February 2009, p. 23-25, disponível em, https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf.

³⁹ Comissão Europeia (2009), *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council, on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EU, COM(2009)*, p. 2-3.

na União Europeia ficar sujeita a autorização e supervisão em conformidade com determinados requisitos.

Neste sentido, propôs a introdução de requisitos harmonizados para as entidades envolvidas na gestão e administração de fundos de investimento alternativo (FIA), sendo estes definidos, por exclusão, dos que não se encontravam contemplados na Directiva OICVM.

Após um longo processo legislativo de cerca de dois anos⁴⁰, a proposta de directiva viria a ser aprovada como Directiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de Junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo.

A Directiva 2011/61/EU (“DGFIA”), constitui-se como a primeira iniciativa europeia para a criação de um mercado integrado de gestores de fundos investimento alternativo, conferindo desta forma tutela jurídica aos investidores por via de maiores exigências de transparência e segurança sobre este tipo de gestão.

A DGFIA foi complementada com os seguintes diplomas:

- Regulamento Delegado (UE) 231/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012, no que diz respeito às isenções, condições gerais de funcionamento, depositários, efeito de alavanca, transparência e supervisão;
- Regulamento Delegado (UE) 694/2014 da Comissão, de 17 de Dezembro de 2013, com referência às normas técnicas de regulamentação que determinam os tipos de gestores de fundos de investimento alternativo;
- Regulamento de Execução (UE) 447/2013, da Comissão de 15 de Maio de 2013, que estabelece os procedimentos para os GFIA que optem por ser abrangidos pela Directiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho;

⁴⁰ Sobre o contexto de pressão política que envolveu a preparação do diploma, levando a que o Parlamento Europeu advogasse o alargamento a todas as formas de gestão de fundos não-OICVM de soluções inicialmente pensadas para os *hedge funds*: Paulo Câmara, *Manual cit.*, 887.

- Regulamento de Execução (UE) 448/2013 da Comissão, de 15 de Maio de 2013, que estabelece um procedimento para determinar o Estado-Membro de referência de um GFIA extra-UE nos termos da DGFIA.

2.3 Da DGFIA ao RGOIC

O regime jurídico dos fundos de investimento registou, entre nós, várias alterações, desde a sua consagração inicial em 1965 até à separação do regime dos fundos de investimento mobiliários ou imobiliários, abertos ou fechados, com o Decreto-Lei n.º 229-C/88, de 4 de Julho.

Em 2012 operou-se a grande unificação através do Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de Maio que viria a transpor as Directivas 2009/65/CE, de 13 de Julho de 2009 (Directiva OICVM), 2010/43/UE, de 1 de Julho de 2010⁴¹, 2010/44/UE, de 1 de Julho de 2010⁴², e parcialmente, a Directiva 2010/78/UE, de 24 de Novembro de 2010⁴³.

Em 2015, a Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro aprovou o novo Regime Geral dos Organismos de Investimento Colectivo (“RGOIC”) e substituiu e unifica a legislação anterior, revogando o Decreto-Lei

⁴¹ Directiva 2010/43/UE da Comissão de 1 de Julho de 2010 que aplica a Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos organizativos, aos conflitos de interesse, ao exercício da actividade, à gestão de riscos e ao conteúdo do acordo celebrado entre o depositário e a sociedade gestora.

⁴² Directiva 2010/44/UE da Comissão de 1 de Julho de 2010 que aplica a Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita a certas disposições relativas a fusões de fundos, estruturas de tipo principal/de alimentação (master/feeder) e procedimentos de notificação.

⁴³ Directiva 2010/78/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, que altera as Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE no que diz respeito às competências da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma) e da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados).

n.º 63-A/2013, de 10 de Maio e o Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de marco.

Este diploma transpõe parcialmente a Directiva n.º 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo e a Directiva 2013/14/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Maio de 2013, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo no que diz respeito à dependência excessiva relativamente às notações de risco.

O regime previsto no RGOIC viria a ser desenvolvido pelo Regulamento da CMVM n.º 2/2015 sobre organismos de investimento colectivo (mobiliários e imobiliários) e comercialização de fundos de pensões abertos de adesão individual (“Regulamento 2/2015”)⁴⁴.

A Directiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho foi igualmente transposta para o ordenamento jurídico nacional com a entrada em vigor da Lei n.º 18/2015, de 4 de Março, que aprova o regime jurídico do investimento em capital de risco, em empreendedorismo social e em investimento alternativo especializado (a seguir, “RJCR”).

A moldura europeia introduz uma separação entre a gestão de patrimónios colectivos e a intermediação em instrumentos financeiros.

Por um lado, A DMIF (I e II) regula serviços e actividades de intermediação financeira. Por outro, as directivas europeias em matéria de fundos de investimento são directivas de “produto” (a Directiva OICVM centrada em valores mobiliários ou outros activos financeiros líquidos⁴⁵) e de “gestão”, no caso da Directiva de GFIA.

Acontece que a DMIF II prevê a gestão de carteiras e a consultoria de investimento entre os serviços de intermediação financeira, serviços que também podem ser prestados por OICVM e por OIAVM, num contexto de deveres de conduta dos intermediários mais desenvolvido no tocante à DMIF⁴⁶.

⁴⁴ Publicado em Diário da República, 2.ª série, n.º 138, de 17 de Julho de 2015.

⁴⁵ Referenciados no Art. 50.º, n.º1, da Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 13 de Julho de 2009.

⁴⁶ Paulo Câmara, *Manual* cit., 890-891.

Esta opção de tratamento diferente dos regimes de gestão face à intermediação e serviços financeiros, corre o risco de aplicar aos OIC a panóplia de deveres de conduta dos intermediários financeiros, e regras diferentes quer relativamente à comercialização de unidades de participação em fundos de investimento, quer à prestação de serviços de consultoria e gestão de carteiras.

O Decreto-Lei n.º 56/2018, de 9 de Julho aprovado no contexto da transposição da Directiva 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF II), ensaia o início da segregação de funções que viria a culminar no Decreto-Lei n.º 144/2019.

O Decreto-Lei n.º 56/2018, incluiu no RGOIC uma disciplina autónoma de normas de conduta (Artigo 72.º-A). E alterou a redacção do art. 72.º do RGOIC subdividindo o regime aplicável consoante estivesse em causa, i) a gestão de OIC⁴⁷ (remissão para o regime consagrado no CVM e no RICSF: art. 72.º, n.º 1 RGOIC), ii) a comercialização⁴⁸ (art. 72.º, n.º 2 RGOIC) e, iii) a prestação de serviços de consultoria para investimento e gestão de carteiras (art. 72.º, n.º 3 RGOIC)⁴⁹.

De realçar que nas matérias referentes ao núcleo central da actividade de gestão dos OIC, se manteve a remissão para o princípio de presunção de culpa (n.º 2, Art. 304º-A do CVM).

Finalmente, o Decreto-Lei n.º 144/2019⁵⁰ que procedeu à sexta alteração ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Colec-

⁴⁷ Matérias de registo, dever de segredo profissional, presunção de culpa, salvaguarda dos bens de clientes, registo do cliente e de defesa de mercado.

⁴⁸ Comercialização de instrumentos financeiros por intermediários financeiros através do exercício das actividades de colocação em ofertas públicas de distribuição ou de recepção e transmissão de ordens por conta de outrem.

⁴⁹ De acordo com Paulo Câmara, estas alterações acentuaram o carácter unificador do RGOIC. Paulo Câmara, *Manual cit.*, 878.

⁵⁰ A principal modificação consistiu na transferência para a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários das competências de supervisão sobre as sociedades gestoras de fundos de investimento e de fundos de titularização de créditos, Foi igualmente revisto o regime prudencial, com a aproximação aos requisitos regulatórios europeus previstos na Directiva 2009/65/CE (Directiva OICVM), e na Directiva 2011/61/UE (DGFIA), visando permitir às sociedades

tivo, acentuou a separação de regimes já iniciada com Decreto-Lei n.º 56/2018.

A presunção de culpa está directamente prevista no RGOIC⁵¹, desaparecendo a remissão para o CVM contemplada no Decreto-Lei n.º 56/2018.

A actividade referente à comercialização das unidades de participação dos OIC sob gestão continua sujeita à disciplina prevista no CVM, sem prejuízo do disposto no regime geral⁵².

Conclusão semelhante relativamente às actividades referentes à consultoria de investimento e gestão discricionária de carteiras⁵³.

O RGOIC estabelece a diferença entre organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), e organismos de investimento alternativo (OIA), que são os demais.

Os OICVM são organismos abertos cujo objecto exclusivo é o investimento colectivo de capitais de investidores não exclusivamente qualificados em valores

mobiliários ou outros activos financeiros líquidos, com a possibilidade de as unidades de participação poderem ser, a pedido dos seus titulares, readquiridas ou resgatadas⁵⁴.

Os demais OIC são, na definição legal, organismos de investimento alternativo (“OIA”). Entre estes, incluem-se os seguintes⁵⁵:

- a) Organismos de investimento alternativo em valores mobiliários (OIAVM): organismos abertos ou fechados, cujo objecto é o investimento colectivo em valores mobiliários ou outros activos financeiros. Enquadram-se nesta formulação os OIC abertos que não preenchem os requisitos previstos para os OICVM;

gestoras nacionais condições concorrenciais equilibradas face às sociedades gestoras que operam na União Europeia ao abrigo do passaporte conferido pelas respectivas directivas.

⁵¹ Art. 65.º, n.º3 da Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro.

⁵² Art. 71.º-D, n.º1 da Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro.

⁵³ Art. 71.º-D, n.º2 da Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro.

⁵⁴ Art. 2.º, n.º1, z), aa), i), RGOIC.

⁵⁵ Art. 2.º, n.º1, aa), ii), RGOIC.

- b) Os organismos abertos ou fechados, cujo objecto é o investimento em activos imobiliários, designados organismos de investimento imobiliário (OII);
- c) Organismos de investimento em activos não financeiros (OIANF); outros organismos fechados cujo objecto inclua o investimento em activos não financeiros que sejam bens duradouros e tenham valor determinável.

O RGOIC prevê legislação especial para os seguintes OIC⁵⁶:

- a) Organismos de investimento em capital de risco, os fundos de empreendedorismo social, os organismos de investimento alternativo especializado e os organismos de investimento colectivo previstos em legislação da União Europeia;
- b) Os fundos de pensões;
- c) Os fundos de titularização de créditos, os fundos de gestão de património imobiliário, os fundos públicos destinados ao financiamento de sistemas de segurança social e de regimes de pensões de reforma;
- d) As sociedades de investimento mobiliário para fomento da economia.

Em suma, o quadro legal relevante para a análise do tema do presente trabalho – os deveres de conduta dos GFIA – assenta nos seguintes diplomas.

A Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro, que transpõe parcialmente a DGFIA e procede à revogação do regime jurídico dos organismos de investimento coletivo, aprovado pela Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de Maio, revoga o regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março, e aprova o regime geral dos organismos de investimento colectivo (a seguir referido como “RGOIC”).

O Regulamento da CMVM n.º 2/2015 sobre organismos de investimento colectivo (mobiliários e imobiliários) e comercialização de

⁵⁶ Art. 1.º, n.º2, RGOIC.

fundos de pensões abertos de adesão individual (a seguir, “Regulamento 2/2015”).

A Directiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de Junho de 2011 relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo e o Regulamento Delegado (UE) 231/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012, que complementa a DGFIA no que diz respeito às isenções, condições gerais de funcionamento, depositários, efeito de alavanca, transparência e supervisão.

Capítulo III: A DGFIA

3.1 Âmbito de aplicação subjectiva e objectivos da directiva

A Directiva 2011/61/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Julho de 2011 (DGFIA) visa a criação do mercado interno para os gestores de FIA, mediante a implementação de enquadramento regulamentar e de supervisão no espaço da União⁵⁷.

Neste contexto, aplica-se a todos os GFIA exercendo actividade na União, abrangendo, quer os que têm sede num Estado-Membro (GFIA da UE), quer num país terceiro (GFIA extra-UE)⁵⁸. Isto é, aplica-se aos GFIA da UE e aos GFIA extra-UE, independentemente de gerirem FIA-UE ou FIA extra-UE⁵⁹. E revela-se, para o efeito, irrelevante o facto de estar em causa um FIA de tipo aberto ou fechado e, bem assim, a forma jurídica dos GFIA⁶⁰.

A Directiva visa regular a actividade dos respectivos gestores, quer num contexto de autogestão (actividade de gestão exercida pelo próprio FIA), quer de heterogestão (actividade de gestão exercida por uma entidade diferente do FIA).

⁵⁷ DGFIA, preâmbulo, n.º 4.

⁵⁸ A Directiva admite duas situações em que o passaporte não é válido. Art.º 36.º (GFIA domiciliado na UE e comercializa um FIA extra-UE; Art.º 42.º (GFIA não domiciliado na UE mas o FIA é comercializado na EU).

⁵⁹ Art. 2.º, n.º 1 da DGFIA.

⁶⁰ Art. 2.º/2 da DGFIA.

Esta opção decorreu de condicionalismos práticos como sejam a diversidade de tipologia de fundos com diferentes estratégias e técnicas de investimento, e a circunstância de a maioria dos FIA terem sido constituídos e estarem sediados fora do espaço europeu. E tem igualmente em vista o principal objectivo associado à regulação destes fundos, que é o de escrutinar as decisões de investimento tomadas no contexto das actividades de gestão, face à susceptibilidade de as mesmas poderem disseminar ou amplificar riscos no sistema financeiro.

3.2 A comercialização junto de investidores não profissionais

O regime de passaporte previsto na DGFIA não se aplica à categoria de investidores não profissionais⁶¹.

No entanto, os Estados-membros podem permitir que GFIA comercializem junto destes investidores, no seu território, unidades de participação ou acções dos FIA por si geridos, independentemente de os mesmos serem comercializados a nível nacional ou transfronteiriço, ou de se tratar de FIA da UE ou extra-UE.

Nestas situações, os Estados-Membros podem impor aos GFIA ou aos FIA requisitos mais rigorosos do que os aplicáveis aos FIA comercializados junto de investidores profissionais no seu território⁶².

3.3 A aplicação do Regime Simplificado

De acordo com o princípio da proporcionalidade, a DGFIA consagra um regime mais simples para GFIA cujo valor agregado dos FIA sob gestão seja inferior ao limiar de 100 milhões de euros, ou para GFIA dedicados, em exclusivo, à gestão de FIA sem recurso ao

⁶¹ Qualifica-se “Investidor profissional”, um investidor considerado como cliente profissional ou que, a seu pedido, possa ser tratado como cliente profissional na acepção do anexo II da Directiva 2004/39/CE (“DMIF I”). Art. 4.º, alínea a-G) da DGFIA.

⁶² Art. 43.º da DGFIA.

efeito de alavanca e sem a possibilidade de resgate de participações durante um período de cinco anos, quando o valor agregado dos FIA geridos for inferior ao limiar de 500 milhões de euros⁶³.

Nestes casos, os gestores ficam sujeitos a um regime especial de supervisão e transparência, com obrigações mais restritas⁶⁴. Este regime consagra os deveres que configuram o núcleo mínimo de aplicação da DGFIA⁶⁵, a saber⁶⁶:

- Sujeição a registo junto das autoridades competentes do respectivo Estado-Membro de origem (no caso de Portugal, perante a CMVM);
- Dever de identificação dos fundos geridos;
- Dever de prestação de informações, no momento do registo, das estratégias de investimento dos FIA;
- Dever de prestação regular de informação sobre os principais instrumentos em que negociam, sobre as principais posições de risco e as concentrações mais importantes dos FIA que gerem;
- Dever de notificação caso ultrapassem os limites de dimensão que permitem tratamento diferenciado.

O leque menos alargado de obrigações constante do regime simplificado tem como contrapartida a exclusão dos GFIA dos benefícios resultantes da aplicação do

⁶³ Art. 3.º, n.º 2 da Directiva 2011/61/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de Julho de 2011 (DGFIA)). As gestoras ficam constituídas na obrigação de comunicação em caso de ultrapassagem destes limites, fixados no artigo 4º do Regulamento Delegado (UE) 231/2013 da Comissão, de 19 de Dezembro de 2012.

⁶⁴ Em causa estão os deveres considerados como o núcleo mínimo de aplicação pela DGFIA: dever de registo perante a CMVM, dever de identificação dos fundos geridos perante a CMVM; dever de prestação de informações à CMVM no momento do registo sobre as estratégias de investimento dos FIA geridos; deveres de prestação regular de informação sobre os principais instrumentos em que negociam, quer sobre as principais posições de risco e as concentrações mais importantes de FIA que gerem; e dever de notificar a CMVM caso ultrapassem os limiares de dimensão que permitem tratamento diferenciado.

⁶⁵ Paulo Câmara, *Manual* cit., 889.

⁶⁶ Art. 3.º, n.º 3 da DGFIA.

do regime de passaporte⁶⁷. A opção do legislador português foi o de ignorar quase exclusivamente esta diferenciação⁶⁸.

3.4 Definições

3.4.1 GFIA

A Directiva define “GFIA” com uma pessoa colectiva cuja actividade regular consiste na gestão de um ou mais FIA⁶⁹.

O núcleo central da actividade de um GFIA é a gestão de carteiras e a gestão de risco, sendo que ambas têm de estar presentes, sob pena de falir a classificação como GFIA⁷⁰. Só nestas circunstâncias a entidade gestora poderá solicitar autorização para acesso à actividade de GFIA⁷¹.

Para além das actividades principais, os GFIA podem ainda ser autorizados a prestar as seguintes actividades⁷²:

- a) Gestão de carteiras de investimentos, de acordo com os mandatos conferidos pelos investidores de forma discricionária e individualizada;
- b) Serviços acessórios, nomeadamente:
 - consultoria em matéria de investimentos,
 - guarda e administração de unidades de participação ou acções de organismos de investimento colectivo,
 - recepção e transmissão de ordens relativas a instrumentos financeiros.

⁶⁷ Art. 3.º, n.º 4, da DGFIA.

⁶⁸ “Com a exceção isolada do art. 65.º, n.º 2 RGOIC, embora aqui apenas para abrir a gestão de OIA fechados a instituições de crédito”. Paulo Câmara, *Manual* cit., 889.

⁶⁹ Art. 4.º, n.º 1, alínea b) da DGFIA. As que não devem ser consideradas FIA estão contempladas no considerando n.º 8 da DGFIA.

⁷⁰ Art. 4.º, n.º 1, alínea w) da DGFIA.

⁷¹ Art. 6.º, n.º 5, alínea d) da DGFIA.

⁷² Art. 6.º, n.º 4, alínea b) da DGFIA.

Outras funções que os GFIA podem desempenhar no contexto da gestão colectiva de FIA são as seguintes⁷³:

a) Administração:

- serviços jurídicos e de contabilidade de gestão do fundo;
- consultas dos clientes;
- avaliação da carteira e determinação do valor das unidades de participação, incluindo declarações fiscais;
- controlo do cumprimento da regulamentação;
- manutenção do registo dos titulares de unidades de participação e acções;
- distribuição de rendimentos;
- emissão e reembolso de unidades de participação ou acções;
- liquidação e compensação de contratos, incluindo o envio de certificados;
- registo e conservação de documentos.

b) Comercialização;

- c) Actividades relacionadas com os activos dos FIA, nomeadamente os serviços necessários para cumprimento das obrigações fiduciárias do GFIA, a gestão de instalações, actividades de administração imobiliária, o aconselhamento de empresas sobre a sua estrutura de capital, estratégia comercial e assuntos conexos, aconselhamento e serviços na área das fusões e aquisições de empresas e outros serviços relacionados com a gestão do FIA e das empresas e outros activos em que o mesmo tenha investido.

A obrigatoriedade dos GFIA assegurarem a gestão de carteiras e gestão de risco, não prejudica a possibilidade de delegação destes processos em fornecedores especializados⁷⁴.

⁷³ Anexo I, DGFIA.

⁷⁴ O Art. 20.º da DGFIA estabelece as condições de delegação de funções.

3.4.2 FIA

A DGFIA apresenta uma definição ampla de FIA, ao considerar que podem ser de tipo aberto ou fechado, com a possibilidade de revestirem diversas formas jurídicas ou serem cotados ou não⁷⁵. A definição não impõe qualquer restrição em termos de classe de activos, contemplando, quer os valores mobiliários clássicos, quer estruturas de “private equity”, activos imobiliários e outros activos alternativos como, arte, “commodities”, etc.

Assim, a DGFIA define fundo de investimento alternativo (FIA)⁷⁶, como um organismo de investimento colectivo, incluindo os respectivos compartimentos de investimento, que: (a) reúna capital junto de um certo número de investidores (requisito da pluralidade de investidores)⁷⁷, (b) tendo em vista investi-lo de acordo com uma política de investimento definida em benefício desses investidores (requisito de definição de política de investimentos), e que (c) não requeira autorização ao abrigo do artigo 5º da Directiva 2009/65/CE⁷⁸.

3.5 O regime do passaporte: regras impostas ao GFIA

A abertura do mercado interno para a gestão e comercialização de FIA opera-se mediante a implementação do regime de passaporte, consubstanciado num conjunto de regras dirigidas aos GFIA que gerem e/ou comercializam fundos de investimento alternativo (FIA) na União⁷⁹.

⁷⁵ Considerando n.º 6 da DGFIA.

⁷⁶ Artigo 4º, n.º 1 da Directiva 2011/61/EU.

⁷⁷ Por este motivo, os organismos de investimento, tais como empresas constituídas para gerir um património familiar («family office vehicles») que investem o património privado de investidores sem angariar capital exterior, não deverão ser considerados FIA na acepção da presente directiva, cfr. Considerando n.º 7 da DGFIA.

⁷⁸ Neste sentido, exclui-se do âmbito subjectivo de aplicação “organismos de investimento, tais como empresas constituídas para gerir patrimónios familiares («family office vehicles») que investem o património privado de investidores sem angariar capital exterior”. DGFIA, preâmbulo, n.º 6.

⁷⁹ Art. 1º, da DGFIA.

Estas regras podem ser elencadas nas seguintes categorias:

- a) Autorização⁸⁰;
- b) Condições operacionais de funcionamento⁸¹;
- c) Requisitos em matéria de organização⁸²;
- d) Delegação de funções⁸³;
- e) Nomeação de depositário⁸⁴;
- f) Requisitos de transparência⁸⁵.

A nossa análise incidiu na caracterização e problematização das condições operacionais de funcionamento, visto ser aí que se concentra o núcleo dos deveres de conduta.

Os requisitos operacionais de funcionamento dos GFIA ilustram o modelo de conduta esperado dos gestores destas entidades, e encontram-se espelhados nos diversos eixos de actuação da sua actividade.

Os princípios gerais que os GFIA devem observar são os seguintes⁸⁶:

- a) Agir com honestidade, com a devida competência e com zelo, diligência e correcção na condução das suas actividades;
- b) Agir em defesa dos melhores interesses dos FIA ou dos investidores dos FIA por si geridos;
- c) Agir em defesa da integridade do mercado;
- d) Dispor dos recursos e processos adequados;
- e) Tomar todas as medidas razoáveis para evitar conflitos de interesses;

⁸⁰ Art. 6.º a Art. 11.º da DGFIA.

⁸¹ Art. 12.º a Art. 17.º da DGFIA.

⁸² Art. 18.º a Art. 19.º da DGFIA.

⁸³ Art. 20.º da DGFIA.

⁸⁴ Art. 21.º da DGFIA.

⁸⁵ Art. 22.º a Art. 24.º da DGFIA.

⁸⁶ Art. 12.º, n.º1, alíneas a) a f) da DGFIA.

- f) Promover os interesses dos FIA e dos investidores dos FIA por si geridos e a integridade do mercado;
- g) Tratar todos os investidores de FIA de forma justa.

A DGFIA é uma directiva de harmonização máxima visto que estabelece objectivos de regulação que devem ser obrigatoriamente observados, sem prejuízo dos Estados- Membros optarem por regimes mais rígidos.

No caso concreto dos princípios gerais de funcionamento, a directiva é complementada pelo Regulamento Delegado (UE) 231/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012.

3.6 Os deveres de conduta e as condições operacionais de funcionamento

Os princípios gerais de funcionamento dos GFIA, no que respeita às condições operacionais de funcionamento, representam o núcleo central dos mecanismos de tutela jurídica dos investidores.

Neste sentido, são aprofundados no Regulamento Delegado, com a explicitação dos critérios que as autoridades de regulação deverão escrutinar para determinar se um GFIA realiza as suas actividades de forma honesta, equitativa e com a devida competência.

E são os seguintes⁸⁷:

- Conhecimentos, competências e experiência para o desempenho de funções de gestão de FIA, com destaque, para o controlo do risco;
- Afectação de carga horária dos membros do órgão de gestão;
- Honestidade, integridade e independência no desempenho das funções;
- Integração e formação dos membros do órgão de gestão.

⁸⁷ Art. 21.º, Regulamento Delegado (UE) N.º 231/2013 da Comissão de 19 de Dezembro de 2012.

No que respeita aos princípios, e, como comprovamos seguidamente, resultam de um apuramento pragmático das melhores práticas na gestão de risco, com alguns aspectos inovadores face ao regime dos OICVM.

3.6.1 Deveres de zelo e diligência, honestidade e correcção

A DGFIA não fornece indicações quanto ao preenchimento destes conceitos⁸⁸, apesar dos deveres de zelo e diligência terem ramificações a vários níveis, a saber: selecção e nomeação dos corretores principais⁸⁹, gestão de riscos⁹⁰, avaliação dos activos dos FIA⁹¹, obrigações do depositário⁹², selecção e acompanhamento dos investimentos⁹³ garantindo a execução em conformidade com a estratégia de investimento e dentro dos limites de risco traçados com especial cuidado quando se tratam de activos menos líquidos⁹⁴, garantia do direito de retenção na exposição a titularizações⁹⁵, delegação de funções de custódia⁹⁶ e protecção devida aos activos financeiros mantidos em custódia⁹⁷.

O dever de diligência é relevante como fonte de responsabilidade civil. Nesse sentido, será considerada acção negligente, erro ou omissão, a perda de documentos certificando a propriedade de

⁸⁸ Os códigos de conduta e os manuais de melhores práticas do sector (a título de exemplo a Association of Alternative Investment Management) densificam os deveres de conduta relacionados com a honestidade, competência, zelo e diligência associados à actividade dos GFIA. Porém, são para todos os efeitos “soft law” pelo que, a sua violação não é fonte de responsabilidade civil.

⁸⁹ Art. 14.º, n.º 3 da DGFIA e considerando n.º 41 do Regulamento Delegado.

⁹⁰ Art. 15.º, n.º 3, alínea a) da DGFIA.

⁹¹ Art. 15.º, n.º 3, alínea a) da DGFIA.

⁹² Considerando 39, Art. 21.º, n.º 11, alínea c), n.º 17, alínea d) da DGFIA.

⁹³ Artigo 18º do Regulamento Delegado.

⁹⁴ Considerando 40 e Art. 19.º do Regulamento Delegado.

⁹⁵ Considerando 67 do Regulamento Delegado.

⁹⁶ Considerando 111 do Regulamento Delegado.

⁹⁷ Considerando 101 do Regulamento Delegado.

investimentos, informações deturpadas ou a violação das diversas obrigações ou deveres que incumbem aos GFIA.

Com implicações mais profundas em termos da centralidade da actividade dos GFIA, temos os danos resultantes de uma deficiente diligência na análise de investimentos que se revelem fraudulentos, ou avaliações realizadas indevidamente, que devem ser interpretadas como uma infracção dos procedimentos de avaliação dos activos do FIA⁹⁸.

Actuar com honestidade é associado à conduta norteadada pelos interesses do FIA e dos seus investidores⁹⁹.

Ora, a sujeição aos interesses dos clientes pressupõe o cumprimento dos requisitos regulamentares aplicáveis ao exercício da actividade¹⁰⁰, podendo destacar-se, a recusa em obter benefícios e lucros indevidos e a divulgação de todas as informações relevantes para os investidores¹⁰¹.

3.6.2 Agir em defesa dos melhores interesses dos FIA ou dos investidores

O considerando n.º 12 da DGFIA dá uma aproximação à noção de interesses dos investidores¹⁰², quando sublinha o interesse dos mesmos enquanto investidores do FIA, e não dos respectivos interesses individuais.

De resto, esta destrição é relevante apenas nas situações em que o fundo de investimento se constitui como património autónomo, sem personalidade jurídica.

⁹⁸ Art. 19.º, n.º 8 da DGFIA.

⁹⁹ Art. 21.º, n.º 10 da DGFIA.

¹⁰⁰ Art. 12.º, n.º 1, alínea e), da DGFIA.

¹⁰¹ Mariia Domina Repiquet (2018), *A Failed Attempt to Protect Hedge Fund Investors? An Inquiry into the Alternative Investment Fund Managers Directive*, Liberty University Law Review: Vol. 12: Iss. 3, Article 2, 503.

¹⁰² Art. 12.º, n.º1, alínea b), da DGFIA.

Desta interpretação decorre também o corolário de que o interesse da totalidade dos investidores prevalece face aos interesses dos GFIA¹⁰³.

Cabe também na defesa dos interesses, quer dos FIA, quer dos investidores dos FIA, evitar a cobrança de custos injustificados ao FIA e respectivos investidores¹⁰⁴.

Questão menos clara é perceber qual a ponderação de interesses da Directiva entre a protecção dos investidores e a integridade do mercado.

Se o objectivo fosse a estabilidade do sistema financeiro, a opção da aplicação subjectiva do regime da Directiva poderia ter sido limitada a entidades com relevância sistémica, e susceptíveis de representar risco para o sistema financeiro, o que não sucedeu. Nem tão pouco a Directiva seguiu o caminho de definição de entidades gestoras sistemicamente relevantes.

Por outro lado, poderia argumentar-se que o tema da tutela jurídica dos investidores não merece relevância, visto que a comercialização possibilitada pelo regime de passaporte se destina em exclusivo aos investidores qualificados. Acontece, porém, que é a própria Directiva a prever a possibilidade de comercialização junto de investidores não profissionais¹⁰⁵.

Independentemente das considerações sobre este tema, a tutela da integridade do mercado integra os princípios que configuram o modelo de conduta esperado dos GFIA.

Neste sentido, são incompatíveis com a integridade do mercado a tentativa de antecipação da evolução do mercado (“market timing”) e as transacções após o horário limite (“late trading”)¹⁰⁶. Na realidade ambas as práticas ilícitas prejudicam os interesses dos investidores a longo prazo, diluindo o seu retorno e tendo efeitos negativos sobre o retorno do FIA, na medida em que aumentam os custos de transacção e perturbam a gestão da carteira.

¹⁰³ Repiquet, *A Failed* cit., 504.

¹⁰⁴ Considerado 39 do Regulamento Delegado.

¹⁰⁵ Art. 43.º, da DGFIA.

¹⁰⁶ Considerando 39 do Regulamento Delegado.

Finalmente, de forma inovadora face à regulamentação dos OICVM, a DGFIA estabelece princípios quanto à política de remuneração dos gestores, orientados pela necessidade de controlar o apetite pelo risco, evitando estratégias de investimento que possam vir a colocar em risco os interesses dos investidores e a integridade do mercado.

3.6.3 Capacitação de recursos e processos

O dimensionamento da estrutura de apoio às actividades de gestão¹⁰⁷ é aferido em função de uma regra de proporcionalidade.

Neste sentido, a organização técnica e os recursos humanos responsáveis pela função de verificação do cumprimento das obrigações legais, deve corresponder à natureza, dimensão e complexidade dos negócios do GFIA, e à natureza e gama dos seus serviços e actividades.

Quanto à questão relacionada com a estrutura de auditoria interna e “governance” do GFIA e na mesma lógica de proporcionalidade, o GFIA não deve ser obrigado a estabelecer uma unidade independente de verificação, se esse requisito for desproporcionado face à dimensão, natureza e complexidade das suas actividades¹⁰⁸.

O dimensionamento dos recursos deve estar articulado com a possibilidade de delegação de algumas funções, e nesse sentido o GFIA deve manter em permanência recursos suficientes para supervisionar eficientemente as funções delegadas.

Porém, tendo em conta os limites ao âmbito de actividades susceptíveis de serem delegadas, o GFIA deve assegurar, ele próprio, os recursos e as competências necessárias à execução da política de investimento geral e das estratégias de investimento¹⁰⁹.

¹⁰⁷ Art. 12,º, n.º 1, alínea c), da DGFIA.

¹⁰⁸ Considerando 74 do Regulamento Delegado.

¹⁰⁹ Considerando 91 do Regulamento Delegado.

Para além dos aspectos relacionados com recursos humanos e organização interna da prestação de serviços, os GFIA devem manter recursos financeiros adequados ao seu perfil de risco¹¹⁰.

3.6.4 Assegurar a gestão de conflitos de interesse

O GFIA deve assegurar a gestão de conflito de interesses de forma a evitá-los, ou, caso tal não seja possível, proceder à sua divulgação a fim de precaver que afectem negativamente os interesses dos FIA e dos seus investidores, bem como para assegurar que os FIA por si geridos recebem um tratamento justo¹¹¹.

Os conflitos de interesse podem surgir nas seguintes situações¹¹²:

- GFIA, incluindo os seus dirigentes, empregados e pessoas com eles directa ou indirectamente ligadas por uma relação de controlo, e o FIA por si gerido ou os investidores nesse FIA;
- FIA ou os investidores desse FIA, e outro FIA ou os investidores desse FIA;
- FIA ou os investidores desse FIA, e outro cliente do GFIA;
- FIA ou os investidores desse FIA, e um OICVM gerido pelo GFIA ou os investidores desse OICVM; ou
- Dois clientes do GFIA.

Os critérios para a identificação de conflitos de interesses estão relacionados com ganhos financeiros (ou mitigação de perdas financeiras) que os GFIA, ou terceiros relacionados através de relação de controlo, possam vir a obter em detrimento do FIA ou dos seus investidores¹¹³.

¹¹⁰ Art. 13.º, n.º 7 do Regulamento Delegado.

¹¹¹ Art. 12.º, n.º 1, al. d) da DGFIA.

¹¹² Art. 14.º, n.º 1, al. a) a e) da DGFIA.

¹¹³ Estes critérios e os procedimentos e medidas destinadas a prevenir e a gerir conflitos de interesses estão contemplados, respectivamente, nos artigos 32º e 33º do Regulamento Delegado.

A ocorrência de conflitos de interesse entre o GFIA e os investidores do FIA pode conduzir a situações de tratamento preferencial a determinados investidores.

Esta situação ocorre com alguma frequência nos “hedge funds” onde os investidores com maior aporte de capital, solicitam direitos adicionais, como, mais informação sobre a condução dos negócios¹¹⁴.

Assim, a gravidade dos conflitos de interesse afere-se pelo nível do eventual prejuízo dos interesses dos FIA e dos respectivos investidores¹¹⁵.

A importância da sua gestão integra as componentes da função permanente de gestão de risco, a par dos requisitos organizativos, e do conteúdo do acordo celebrado entre o depositário e a sociedade gestora¹¹⁶.

A concretização deste princípio requer que os GFIA procedam a análises regulares de validação e identificação de conflitos de interesse, e estruturam o “governance” da sua actividade de forma a separar as funções e responsabilidades que possam ser consideradas incompatíveis entre si, ou que possam gerar conflitos de interesses sistemáticos.

Os conflitos de interesse estão igualmente na base de um conjunto de operações vedadas, ou condicionadas a determinadas condições no que respeita à fixação do preço de transacção¹¹⁷.

A identificação dos conflitos de interesse deve ter em conta, não só a atividade de gestão de carteiras colectivas, mas também outras actividades que o GFIA está autorizado a realizar, incluindo os delegados, subdelegados, avaliadores externos ou contrapartes¹¹⁸.

Neste sentido, a delegação de execução das funções de verificação do cumprimento e de auditoria deve ser considerada incompatível com as tarefas de gestão de carteiras, assim como a criação de

¹¹⁴ Repiquet, *A Failed* cit., 505.

¹¹⁵ Art. 14.º da DGFIA.

¹¹⁶ Considerando 51 da DGFIA.

¹¹⁷ Art. 147.º do RGOIC.

¹¹⁸ Considerando 48 do Regulamento Delegado.

mercado ou a subscrição, com as funções de gestão de carteiras e gestão de riscos¹¹⁹.

Em caso de identificação de conflitos de interesse, deverão informar claramente os investidores dos FIA¹²⁰, sobre a natureza e a origem dos mesmos¹²¹.

A única situação excepcionada para a aplicação dos requisitos de gestão e acompanhamento dos conflitos de interesses entre os investidores, ocorre quando os GFIA asseguram a gestão de FIA de tipo fechado¹²².

3.6.5 Tratar todos os investidores de forma justa

A noção de tratamento justo, ainda que escassamente densificada, articula-se em duas ópticas¹²³.

No dever de evitar e gerir conflitos de interesses a fim de que não afectem negativamente os interesses dos FIA e respectivos investidores, e no cumprimento dos requisitos legais onde se enquadram, por exemplo, os deveres de informação.

A gestão dos conflitos de interesses remete para os pré-requisitos de condições operacionais de funcionamento e adequação de processos.

O tratamento honesto, equitativo e em conformidade com os interesses dos FIA, reflecte-se na proibição de pagamento e recebimento de determinados honorários e comissões¹²⁴.

De forma inovadora face à regulamentação dos OICVM, a DGFIA estabelece princípios quanto à política de remuneração dos gestores, orientados pela necessidade de controlar o apetite pelo risco, evitando estratégias de investimento que possam vir a colocar em

¹¹⁹ Considerando 89 do Regulamento Delegado.

¹²⁰ Os procedimentos de divulgação os conflitos de interesse estão previstos no art. 36º do Regulamento Delegado.

¹²¹ Art. 14.º, n.º 1 *in fine* e n.º 2 da DGFIA.

¹²² Considerando 60 do Regulamento Delegado.

¹²³ Considerando 80 e Art. 12.º, n.º 1 da DGFIA.

¹²⁴ Art. 24.º, n.º 1, do Regulamento Delegado.

risco os interesses dos investidores. E impõe requisitos de divulgação relativamente ao montante de remunerações¹²⁵.

3.7 Os deveres de conduta da DGFIA: natureza jurídica

Recapitulando, às entidades gestoras de OIC (aí compreendidos os FIA), cabem funções de gestão do investimento¹²⁶, de administração¹²⁷ e de comercialização das unidades de participação dos organismos sob gestão¹²⁸.

A título acessório, os gestores de OIC podem ainda desempenhar a actividade de gestão discricionária e individualizada de carteiras por conta de outrem¹²⁹ e prestação de serviços de consultoria para investimento¹³⁰.

O RGOIC consagra a presunção de culpa¹³¹ da sociedade gestora em caso de danos causados aos participantes em virtude do incumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres impostos por lei, com uma formulação muito próxima do CVM para a responsabilidade civil dos intermediários financeiros¹³².

¹²⁵ Art. 22.º, n.º 2, e) da DGFIA.

¹²⁶ As funções de gestão contemplam a gestão do património (atos e operações necessários à boa concretização da política de investimento, incluindo a seleção, aquisição e alienação dos ativos), e a gestão de risco, Art. 66.º, n.º 1, a).

¹²⁷ As funções de Administração compreendem a prestação de serviços jurídicos e de contabilidade e outros de natureza operacional. Art. 66.º, n.º 1, b).

¹²⁸ Art. 66.º, n.º 1, c).

¹²⁹ De acordo cm a informação referente a “Indicadores trimestrais de gestão de ativos” da CMVM, em 30 de Setembro de 2020 existiam 34 entidades gestoras de carteiras por conta de outrem, das quais, 10 referentes a gestoras de fundos. Cfr. CMVM. (2020). Indicadores trimestrais de gestão de ativos – 3º trimestre de 2020 (alargado), disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/EstatisticasPeriodicas/GestaoDeActivos>, 7.

¹³⁰ Enquanto entidades gestoras de OICVM nos termos do Art. 71-B, n.º 4 e entidades gestoras de OIA nos termos do Art. 71-B, n.º 5.

¹³¹ Art. 65.º, n.º 3 da Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro. A este propósito, o Art. 71-D, n.º 2, alínea a), remete para o Art. 304.º, n.º 1 do CVM (princípios que regem a actividade dos intermediários financeiros).

¹³² CVM, art.º 304-A, nº1.

A DGFIA nos requisitos relativos a condições operacionais de funcionamento, estabelece os princípios gerais que a conduta dos GFIA deve observar, a saber: (a) deveres de zelo e diligência, (b) agir em defesa dos melhores interesses dos FIA ou dos investidores dos FIA por si geridos e da integridade do mercado, (c) dispor dos recursos e processos necessários para o adequado exercício das suas actividades e empregá-los eficientemente, (d) assegurar a gestão de conflitos de interesse, (e) tratar todos os investidores de FIA de forma justa.

As actividades referentes à comercialização de unidades de participação dos OIC, de consultoria de investimento e gestão discricionária de carteiras estão sujeitas aos princípios, condições, termos, requisitos e deveres previstos no Código dos Valores Mobiliários¹³³.

Aqui chegados, importa contrastar o elenco dos deveres de conduta da DGFIA com a leitura dos mesmos à luz do CVM.

A primeira constatação é a utilização muito parcimoniosa que o legislador europeu faz da expressão “fiduciary duties”¹³⁴ e a ausência, no texto da Directiva, da referência “dever de lealdade”¹³⁵.

Estas conclusões decorrentes de interpretação meramente literal da Directiva, são, apesar de tudo, de alcance prático reduzido, visto que os princípios consagrados para os GFIA¹³⁶ não diferem muito dos princípios gerais relativos ao exercício e à organização

¹³³ A remissão para o CVM opera-se pelo Art. 71.º-D, n.º 1, para a comercialização de unidades de participação, e pelo Art. 71.º-D, n.º 2 da Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro para as actividades de consultoria de investimento e gestão discricionária de carteiras.

¹³⁴ Com efeito, na versão inglesa do texto da Directiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de Junho de 2011, surge uma única referência à expressão “fiduciary duties of the AIFM” (n.º 2, al. c) do Anexo I), traduzida por “ as obrigações fiduciárias do GFIA,” na versão em português.

¹³⁵ O substantivo “lealdade” não consta, sequer, do texto da Directiva 2011/61/EU.

¹³⁶ As entidades gestoras de instituições de investimento coletivo são consideradas intermediários financeiros (art. 293.º, n.º 1, b) do CVM, arts. 59.º e segs. do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo ou RJOIC). Por sua vez os serviços e actividades de investimento em instrumentos financeiros (aí incluídos a gestão de carteiras (arts. 335.º e 336.º do CVM) e a consultoria para investimento (arts. 294.º, 301.º e 320.º do CVM), são consideradas actividades de intermediação financeira.

da actividade de intermediação financeira¹³⁷ previstos no art. 304.º do CVM (sob a epígrafe “princípios”), a saber: (a) princípio da protecção dos interesses dos clientes; (b) princípio da protecção da eficiência do mercado; (c) princípio da actuação de boa fé; (d) princípio do conhecimento do cliente; e, (e) princípio do sigilo profissional¹³⁸.

Senão vejamos.

3.7.1 Dever de lealdade

O dever de lealdade como sinónimo de dever fiduciário, ocupa lugar de centralidade na relação do intermediário financeiro com o investidor, no pressuposto de que as relações de confiança se caracterizam pela actuação no interesse de outrem.

Pode ser encarado numa dimensão positiva (obrigação de assunção de determinado comportamento, aproximando-se assim do conteúdo da obrigação principal) e dimensão negativa (associada a proibições)¹³⁹. Nesta última, avultam os deveres de evitar conflitos de interesse (“no conflict rule”) e a proibição de apropriação de vantagens indevidas através da posição ocupada (“no profit rule”).

¹³⁷ Com a transposição da DMIF I, o CVM refere-se a princípios e a deveres relativos ao exercício da actividade de intermediação em valores mobiliários (Art. 304.º, n.º 5, CVM) decaindo a designação de normas de conduta presente no anterior CMVM. Apesar de alguma doutrina optar por considerar a distinção desadequada, a verdade é que os princípios previstos no art. 304.º do CVM acabam por ser substantificados em deveres de conduta.

¹³⁸ No caso português, para uma sistematização possível do catálogo de princípios, v. Gonçalo André Castilho dos Santos (2008), *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*. Almedina: Coimbra, 76, e José Engrácia Antunes, *Deveres cit.*, 32. Numa perspectiva diferente e problematizando a utilidade do art. 304.º do CVM, com a crítica dogmática de que reconduz diligência, lealdade e transparência à noção de boa-fé, cfr, A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual cit.*, 274-276.

¹³⁹ Na apresentação dos deveres acessórios dos intermediários financeiros, adoptamos a exposição do Senhor Professor A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual cit.*, 292-305.

A dimensão positiva do dever de lealdade

A dimensão positiva do dever de lealdade está presente na DGFIA¹⁴⁰, com a clarificação de que o interesse da totalidade dos investidores prevalece face aos interesses dos GFIA.

E é reforçada pela imposição de princípios de capacitação de recursos e processos adequados para o exercício das funções de GFIA (sujeita ao critério da proporcionalidade) estabelecendo um núcleo essencial de funções que não são susceptíveis de subcontratação, para além da manutenção de recursos financeiros adequados ao perfil de risco do FIA.

Ora, o dever de actuar no melhor interesse do cliente pressupõe a ausência de conflitos de interesse, sendo nesta medida coincidente com o dever de tratamento de todos os investidores de forma justa. Ambos, o dever de evitar conflitos de interesses e tratamento dos investidores de forma justa, estão presentes na DGFIA¹⁴¹.

A DGFIA elenca as situações que podem gerar conflitos de interesses, identifica os critérios de mensuração dos eventuais prejuízos financeiros para os FIA ou investidores, bem como, situações de tratamento preferencial a determinados investidores.

O RGOIC identifica mesmo um conjunto de operações vedadas, ou condicionadas a determinadas condições no que respeita à fixação do preço da transacção.

A dimensão negativa do dever de lealdade

A dimensão negativa do dever de lealdade, para além do já mencionado dever de evitar conflitos de interesses, está igualmente presente na obrigação de recusa em obter benefícios e lucros indevidos da sua actividade e na proibição de pagamento e recebimento de determinados honorários e comissões.

¹⁴⁰ A propósito também o RGOIC, art. 72.º-A, n.º1, a).

¹⁴¹ A propósito do conflito de interesses, também o RGOIC, art. 72.º-A, n.º1, e).

3.7.2 Dever de diligência

O dever de zelo e diligência está presente no princípio da actuação da boa fé¹⁴² segundo o qual os intermediários financeiros devem pautar a sua actividade “de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência”¹⁴³.

O padrão de diligência imposto ao intermediário tem várias concretizações ao nível dos deveres individuais de conduta profissional previstos no CVM¹⁴⁴ e na DGFIA.

Para além disso, desempenha ainda uma função importante em sede do juízo de culpa na aferição da responsabilidade civil do intermediário financeiro por violação desses deveres¹⁴⁵.

De acordo com alguma doutrina, “tal culpa não é aferida segundo o crivo civilístico tradicional do “bonus parter familias”¹⁴⁶, mas antes objectivamente segundo um “elevado padrão de diligência” (“diligentissimus pater familias”)¹⁴⁷.

Neste capítulo a DGFIA e o RGOIC utilizam o substantivo “honestidade” sem paralelo no CVM e sem densificação do conceito.

Porém, os deveres de zelo e diligência, honestidade e correcção têm ramificações a vários níveis, todos eles com impacto global na actividade do GFIA.

¹⁴² CVM, art. 304.º, n.º2.

¹⁴³ O dever de actuar diligentemente molda qualquer titular de posição jurídica, residindo as diferenças no grau de diligência exigida e não na sua exigibilidade. V. A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual* cit., 297.

¹⁴⁴ Deveres relativos ao registo e depósito dos instrumentos financeiros (art. 306.º-A do CVM), de subcontratação (art. 308.º-B, n.º 1 do CVM), de adequação da operação ao perfil do cliente (arts. 314.º e segs. do CVM), de cumprimento e transmissão de ordens (art. 328.º do CVM).

¹⁴⁵ Art. 304.º-A, n.º 2 do CVM.

¹⁴⁶ Arts. 487.º, n.º 2, “ex vi” do art. 799.º, n.º 2 do Código Civil.

¹⁴⁷ Cfr. José Engrácia Antunes.

3.7.3 Agir em defesa dos melhores interesses dos FIA

O princípio da protecção dos interesses dos clientes¹⁴⁸ impõe aos intermediários financeiros uma obrigação que transcende a mera execução formal dos serviços solicitados.

Uma das concretizações deste princípio geral, encontra-se nos deveres de evitar ou reduzir eventuais conflitos de interesse, e de dar primazia aos interesses do cliente sobre os seus próprios interesses¹⁴⁹.

No caso concreto dos FIA e dos seus investidores, enquadra-se a proibição de cobrança de custos injustificados.

Podem também ser reconduzidas à defesa dos interesses dos investidores, a proibição de práticas ilícitas como o “market timing” e o “late trading”, pelo prejuízo a longo prazo que podem gerar.

Capítulo IV: Conclusões

I. Porquê estudar a DGFIA?

Porque define o regime quadro aplicável, por regra, a qualquer fundo, por mais pequena que seja a sua dimensão, que tenha como estratégia de investimento aplicar parte dos seus activos em activos imobiliários, e, como tal, não se enquadre nas regras apertadas de investimento previstas para o regime de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários.

Mais, apesar do regime de passaporte previsto na DGFIA não se aplicar à categoria de investidores não profissionais, os Estados-membros podem permitir que GFIA comercializem junto destes investidores, no seu território, unidades de participação ou acções dos FIA por si geridos, independentemente de os mesmos serem

¹⁴⁸ Este princípio vigora também em todas as ordens jurídicas europeias por força da Diretiva 2004/39/CE, de 21 de abril, e até, das regras internacionais da IOSCO.

¹⁴⁹ Art. 309.º, n.º 1 e 3 do CVM.

comercializados a nível nacional ou transfronteiriço, ou de se tratar de FIA da UE ou extra-UE.

II. A esta luz, a tutela jurídica dos investidores assume especial relevância, e neste contexto, o presente trabalho teve por objectivo principal a análise das eventuais diferenças entre a paleta de deveres de conduta que impendem sobre os GFIA previstos na DGFIA¹⁵⁰ e os que resultaram da transposição para o direito financeiro português, designadamente, no que respeita ao RGOIC e CVM.

A relevância deste objecto de investigação está relacionada, por um lado, com a eficácia da aplicação do direito em Portugal, e por outro, com a dimensão dos deveres de protecção dos investidores, aqui compreendidas, não apenas, as obrigações principais do intermediário financeiro face ao investidor, mas também, a tutela dos vários interesses susceptíveis de serem lesados com a actuação do GFIA.

III. A fundamentação teórica desta problemática decorre da circunstância de os deveres de conduta impostos pelo direito europeu (neste caso através da DGFIA e do respectivo regulamento delegado), favorecerem a protecção dos investidores através da criação de condições para uma supervisão “ex-ante” a cargo das autoridades de regulação, por contraposição ao transplante legal para o sistema jurídico dos Estados-membros, cujo objectivo último é o controlo “ex-post” da aplicação do direito pelos tribunais privados.

IV. No plano meramente conceptual, duas conclusões são legítimas.

Ou o regime transposto para o RGOIC conjugado com o CVM se afigura menos exigente que a interpretação dogmática dos deveres de conduta da DGFIA com penalização do princípio da eficácia

¹⁵⁰ Relembramos que a DGFIA fixou requisitos mínimos de harmonização no eixo dos princípios operacionais deveres de conduta, deixando espaço aos reguladores nacionais, para a fixação de regimes mais exigentes.

na aplicação do direito, ou, pelo contrário, o regime nacional impõe deveres mais exigentes conduzindo à penalização injustificada dos intermediários financeiros em Portugal, e dando azo, eventualmente, à preclusão da responsabilidade civil nas situações de cumprimento com o espírito da Directiva e do regulamento delegado.

V. A abordagem da “contract governance” prefigura três modalidades possíveis de articulação entre estas duas dimensões.

O modelo de substituição com a coexistência formal dos dois regimes, sendo que, na prática, a óptica de regulamentação europeia tenderá a prevalecer sobre a nacional, sempre que postule um “compliance” menos exigente. Pelo que, a interpretação prevalente é a do direito europeu¹⁵¹.

O modelo de separação com a aplicação tendencial pelos tribunais civis do quadro de deveres de conduta positivado no direito do Estado-membro, relegando o direito europeu apenas para a esfera da função de regulação.

Finalmente, o modelo de complementaridade caracterizado pela coabitação dos dois regimes sem relações de prevalência e substituição, cabendo aos tribunais civis a liberdade de aplicação da lei mais exigente, seja ela de cariz nacional ou europeu¹⁵².

Face a este enquadramento, o que podemos concluir da análise efectuada ao caso português?

VI. Desde logo, que a tutela jurídica dos investidores está salvaguardada pelo regime da responsabilidade civil, como decorre da análise que efectuamos ao transplante da DGFIA para o RGOIC, e pelo regime contemplado no CVM.

¹⁵¹ Neste sentido, v. Olha O. Cherednychenko, *Contract cit.*, 508, com o exemplo Francês: “the principle of strict interpretation of financial rules precludes civil courts from subjecting investment service providers to duties in private law that are more demanding than regulatory duties in financial supervision law”.

¹⁵² A propósito da modalidade de articulação baseada na complementaridade dos dois regimes, v. Olha O. Cherednychenko, *Contract cit.*, 513 com os exemplos de jurisprudência de tribunais holandeses e ingleses.

Dito isto, importa averiguar se a ausência de qualquer referência semântica ao princípio da legalidade no texto da DGFIA, e, ou, a omissão de densificação conceptual na DGFIA e no RGOIC do substantivo “honestidade” e de noções como “tratamento de forma justa”, fragiliza a sindicância destes deveres em sede de responsabilidade civil.

Somos de opinião contrária, dado que a substanciação dos mesmos é aflorada em diversas situações, ilustradas, quer com a indicação de procedimentos operacionais, quer com a referência aos meios e recursos humanos e materiais.

Mais, a DGFIA apresenta inovações de realce face ao regime dos OICVM, tais como, a aplicação do princípio da proporcionalidade na sindicância dos recursos humanos, materiais, organizacionais e financeiros dos GFIA, a introdução de princípios de política salarial desincentivadora do excessivo apetite pelo risco.

Aliás, o desenvolvimento histórico que levou à formação da DGFIA é bem ilustrativo da importância conferida ao controlo interno das sociedades de gestão e à prevenção de conflitos de interesses, presentes na primeira revisão efectuada em 2001.

VII. Dito isto, podemos sempre especular se na ausência da crise financeira de 2007/2008, para a qual, alegadamente, contribuíram as estratégias assentes em endividamento dos designados “hedge funds”, e apesar do Livro Verde da Comissão em 2005, alguma vez teríamos a DGFIA, ou outra regulamentação semelhante.

VIII. A resposta não é clara, porque, apesar de tudo, esta directiva insere-se na construção do mercado interno dos serviços financeiros.

Porém e a crédito da nossa argumentação, o relatório produzido pelo Grupo de Alto Nível sobre a Supervisão Financeira presidido por Jacques Larosiére, em Fevereiro de 2009, conclui pela inadequação da regulação da actividade dos fundos de investimento alternativo na salvaguarda da protecção do investidor, nas dimensões relacionadas com a política de gestão de riscos, e transparência da política de investimentos.

O aperfeiçoamento que historicamente veio a desaguar na DGFIA, foi norteado por uma abordagem muito pragmática de migrar para regras e procedimentos sistematizados, o que até aí se fazia sem padrões definidos.

Por outras palavras, o leque de deveres de conduta que encontramos na DGFIA não resultou de aprofundamento doutrinário ou jurisprudencial, mas sobretudo, de elencar normas de cariz predominantemente técnico.

IX. Em suma, quer pela exegese das normas, quer pelo enquadramento histórico, quer, enfim, pelos modelos conceptuais, a DGFIA e o regulamento delegado apresentam os deveres de conduta como obrigações de meios em detrimento de obrigações de resultados.

X. Nesta perspectiva e recorrendo ao referencial teórico da “Corporate Governance Approach”, concluímos que a relação entre as normas de direito europeu de vinculação contratual para a protecção dos investidores presentes na DGFIA e os deveres de conduta presentes no direito privado, é explicada no caso português, pelo modelo de integração onde as normas de inspiração europeia, por assentarem em obrigações de meios, se diluem no direito privado e influenciam a prática dos tribunais.

Bibliografia

- Almeida, Margarida Azevedo (2017), *A responsabilidade civil do intermediário financeiro por informação deficitária ou falta de adequação dos instrumentos financeiros*, O Novo Direito dos Valores Mobiliários, Paulo Câmara (coord.), 411-425.
- Almeida, José Queirós (2006), *Contratos de Intermediação Financeira enquanto Categoria Jurídica*, Cadernos MVM, nº 24 (nov-2006), 291-303.
- Antunes, José Engrácia (2014), *Os instrumentos Financeiros*, 2.^a ed., Coimbra.
- Antunes, José Engrácia (2017), *Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos*, Cadernos MVM 56 (2017),

- 31-52. Disponível em: <https://blook.pt/publications/publication/e8ac23a737f2/>. Consultado a 26 de Abril de 2020.
- Ascensão, José de Oliveira (2003), *A protecção do investidor*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol IV, 13-40.
- Binder, Jens-Hinrich (2020) *Transnational Fiduciary Law in Financial Intermediation: Are We There Yet? A Case Study in the Emergence of Transnational Legal Ordering*, UC Irvine Journal of International, Transnational, and Comparative Law: Vol. 5, 85-111. Disponível em: <https://scholarship.law.uci.edu/ucijil/vol5/iss1/5>.
- Brito, Rita Xavier & Ferreira, Manuel Cordeiro (2016), *Apontamentos sobre o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo*, Actua- lidad Juridica Uría, Issue 42, 139-146.
- Câmara, Paulo (2016), *Organismos de Investimento Coletivo no Direito Português*, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários (São Paulo), Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei n.º 6406/1976, 129-169.
- Câmara, Paulo (2017), *DMIF II: A Nova Pedra Angular do Direito dos Mercados Financeiros*, O Novo Direito dos Valores Mobiliários, Paulo Câmara (coord.), (2017), 199-215.
- Câmara, Paulo (coord.) (2018), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina: Coimbra, 4.ª ed..
- Cherednychenko, Olha O. (2015), *Contract Governance in the EU: Concep- tualis in the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, European Law Journal, July, Vol. 21 Issue 4, 500-520.
- Copeland, Laurence (2012), *The EU Proposals for The Regulation of Alter- native Investments*, Economic Affairs. Vol. 32, Issue 3, pp. 32-36. DOI: 10.1111/j.1468-0270.2012.02171.x. Consultado a 12 de Março de 2020.
- Cordeiro, A. Barreto Menezes (2014), *Organização e supervisão dos merca- dos financeiros*, RDS 3/4, 565-588.
- Cordeiro, A. Barreto Menezes (2015), *Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina: Coimbra, Vol. I.
- Cordeiro, A. Barreto Menezes (2015), *Direito Europeu dos Valores Mobiliá- rios: evolução e linhas gerais*, RDS 2, 273-296.
- Cordeiro, A. Barreto Menezes (2018), *Manual de Direito dos Valores Mobi- liários*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra.
- Correia, Hélder Santos (2016), *Um ensaio sobre a gestão de riscos na AIFM*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Vol. 54, N.º 1.

- Disponível em: <https://blook.pt/publications/publication/f4e74cf9d678/>. Consultado a 27 de Março de 2020.
- Dias, Gabriela Figueiredo (2008), *Regulação e Supervisão de Hedge Funds: Percurso, Oportunidade e Tendências*, Direito dos Valores Mobiliários, Alexandre Brandão da Veiga. [et al.] (coord.), Vol. VIII, 65-149.
- Ferrarini, Guido & Wymeersch, Eddy (2006), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford.
- Figueiredo, André (2011). *O negócio fiduciário perante terceiros – Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*, Universidade Nova de Lisboa. Disponível em: https://run.unl.pt/bitstream/10362/7340/1/Figueiredo_2012.PDF.
- Garbaravicius, Tomas & Dierickhedge, Frank (2005), *Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability*. Issue 34. *Occasional paper series*. European Central Bank.
- George, Barbara Crutchfield & Dymally, Lynn Vivian (2013). *The End of an Era of Limited Oversight: The Restructured Regulatory Landscape of Private Investment Funds Through the U.S. Dodd-Frank Act And The E.U. Alternative Investment Fund Managers Directive*, Florida Journal of International Law. Vol. 25, Issue 2, 207-270. Disponível em: <https://heionline.org/HOL/Landingpage>. Consultado a 13 de Março de 2020.
- Gomes, Fátima (2002), *Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado*, em Estudos Dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Almeida Costa, Lisboa, UCP Editora, 569 e 570.
- Ingrid, Pierce (2018), *Governing investment funds: The latest trends*, Journal of Securities Operations & Custody, Volume 10 Number 4. Disponível em: <https://eds.b.ebscohost.com/eds> . Consultado a 17 de Março de 2020.
- Leitão, Luís Menezes (2000), *Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. II, Coimbra Editora: Coimbra.
- Oliveira, Alexandre Norinho (2015), *Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo: Regime atual e perspetivas futuras*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Vol. 52. Disponível em: <https://blook.pt/publications/publication/fa20b384c12f/>. Consultado a 23 de Março de 2020.

- Pereira, Maria Miguel Rebelo (2003), *Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza jurídica e alguns problemas de regime*, FDUL.
- Santos, Gonçalo (2008), *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*, Almedina: Coimbra.
- Silva, José Calvão da (2013), *Banca, Bolsa e Seguros, Direito Europeu e Português*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra.
- Silva, João Calvão da (2014), *OICVM – Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários*, Revista Online da Banca, Bolsa e Seguros, n.º 1. Disponível em https://www.fd.uc.pt/bbs/wp-content/uploads/2018/09/rev_1_bbs.pdf. Consultado a 12 de Abril de 2020.
- Teixeira, Felipe Canabarro (2008), *Da responsabilidade civil por intermediários financeiros, quanto às informações que devem prestar aos seus clientes investidores em valores mobiliários*, Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º 31.
- Moloney, Niamh (2014), *EC Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford.
- Muller C. & Zanetti L. (2012), *UCITS V: Lessons from the Crisis*, Journal of Securities Operations & Custody, vol.5, Number 1, 73-79.
- Repiquet, Mariia Domina (2018). *A Failed Attempt to Protect Hedge Fund Investors? An Inquiry into the Alternative Investment Fund Managers Directive*, Liberty University Law Review: Vol. 12: Iss. 3, Article 2. Disponível em: https://digitalcommons.liberty.edu/lu_law_review/vol12/iss3/2. Consultado em: 30 de Dezembro de 2019.
- Setten, Lodewijk Van & Busch, Danny (2014), *Alternative investment funds in Europe, law and practice*, Oxford University Press.
- Wegman, Hannek (2015), *Investor Protection: Towards Additional EU Regulation of Investment Funds?*, Kluwer Law International B.V.
- Woll, C. (2011), *Beyond Ideological Battles: A Strategic Analysis of Hedge Fund Regulation in Europe*, Les Cahiers européens de Sciences Po., N.º 2/2011, 2-20.
- Zetzsche, Dirk (ed.) (2015), *The Alternative Investment Fund Manager Directive: European Regulation of Alternative Investment Funds*, Wolters Kluwer.

Relatórios

CMVM, *Relatório sobre a Atividade de Capital de Risco* (2018). Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco>

Consultado a 27 de Dezembro de 2019.

ECB, *Green Paper On The Enhancement Of The EU Framework For Investment Funds*, Eurosystem Contribution To The Commission's Public Consultation (17 November 2005). Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euframeworkfundseurosystemen.pdf>,

Consultado a 28 de Dezembro de 2019.

ESMA, *Discussion paper – Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM*, 23 February 2012. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf> Consultado a 12 de Abril de 2020.

ESMA *Report on trends risks and vulnerabilities*, Nº1, 2019. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-report_on_trends_risks_and_vulnerabilities_no1_2019.pdf. Consultado a 12 de Abril de 2020.

EUROPEAN COMMISSION, *Livro verde sobre o reforço do enquadramento que rege os fundos de investimento na UE*, (SEC(2005) 947), Bruxelas, 12.7.2005, disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/ComissaoEuropeia/Documents> . Consultado a 12 de Abril de 2020.

EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council, on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.. /EU*, COM(2009). Consultado a 12 de Abril de 2020

EUROPEAN PARLIAMENT, *Hedge Funds and Derivatives, European Parliament resolution on the future of hedge funds and derivatives* (2003/2082 (INI))(2003), Disponível em: <https://www.europarl.europa.eu>. Consultado a 12 de Abril de 2020.

EUROPEAN PARLIAMENT, *Background Note on the Alternative Investment Fund Managers Directive. Differences between Commission, Parliament and Council Texts*. Disponível em: <https://www.europarl.europa.eu/pdfs/news/expert/2010/11>. Consultado a 12 de Abril de 2020.

- EUROPEAN PARLIAMENT, Report with recommendations to the Commission on Hedge funds and private equity (2007/2238(INI)) Committee on Economic and Monetary Affairs Rapporteur: Poul Nyrup Rasmussen, 11.9.2008. Disponível em: <https://www.europarl.europa.eu>. Consultado a 12 de Abril de 2020.
- EUROPEAN PARLIAMENT, Report with recommendations to the Commission on transparency of institutional investors (2007/2239(INI)) Committee on Legal Affairs. Rapporteur: Klaus-Heiner Lehne, 9.7.2008. Disponível em: <https://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A6-2008-0296+0+DOC+PDF+V0//EN>. Consultado a 12 de Abril de 2020.
- IMF, Global Financial Stability Report Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, April 2008. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Global-Financial-Stability-Report-April-2008-Containing-Systemic-Risks-and-Restoring-21707>. Consultado a 12 de Abril de 2020.
- IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Technical Committee, (June 2009). Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>. Consultado a 13 de Abril de 2020.
- IOSCO, *Private Equity Conflicts of Interest*, Technical Committee (FR11/10, November 2010). Disponível em <https://www.datocms-assets.com/45/1510932160-iosco-private-equity-conflicts-of-interest-2010-pdf.pdf?ixlib=rb-1.1.0>. Consultado a 13 de Abril de 2020.
- PwC, *Choosing an Investment vehicle: European Real Estate Fund Regimes*, May 2019. Disponível em <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/publications/pdfs/european-real-estate-fund-regimes-2019.pdf>. Consultado a 14 de Abril de 2020.
- The High Level Group of Financial Supervision in the EU*, chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, 25 February 2009. Disponível em: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf, Consultado a 14 de Abril de 2020.

