

UM ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RISCOS NA AIFMD *

HÉLDER SANTOS CORREIA

1. INTRODUÇÃO

A Diretiva 2011/61/UE relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos¹ – mais conhecida pela terminologia inglesa *Alternative Investment Fund Managers Directive* (“AIFMD”) – visa estabelecer um mercado interno dos gestores de fundos de investimento alternativo (“GFIA”) e um enquadramento regulamentar e de supervisão harmonizado e rigoroso das atividades exercidas pelos GFIA na União Europeia (“UE”). Como é sabido, as diretivas (ao contrário dos regulamentos) são fonte de obrigações de resultado para os Estados Membros, deixando-lhes a competência quanto à forma de o fazer. Neste seguimento, a AIFMD foi transposta para o ordenamento jurídico nacional através do regime geral dos organismos de investimento coletivo (aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro).

Este novo quadro regulatório tem um impacto significativo, *inter alia*, na orgânica interna dos GFIA. A acrescer aos deveres que já incumbiam às entidades gestoras deste tipo de fundos, a AIFMD impôs-lhes outros, tornando-se a gestão de riscos “*the regulatory hot spot of European financial law*”².

A este propósito, tem-se vindo a afirmar que a

AIFMD foi longe de mais ao consagrar um conjunto de normas que impõem deveres claustrofóbicos para o setor dos GFIA, designadamente para os GFIA de menor dimensão. Destarte, o estudo desta elementar ferramenta de controlo interno de riscos e, bem assim, das regras da AIFMD nesta matéria impõe-se com naturalidade.

Através do presente trabalho propomos, por conseguinte, estudar o instituto de gestão de riscos; analisar as suas implicações e propósitos, determinando o seu regime à luz da AIFMD; e apresentar soluções práticas que, por um lado, permitam aos GFIA implementar mecanismos eficazes de gestão interna de riscos – com respeito pela sua autonomia – e, por outro, garantam uma melhor e mais justa regulação destas funções pelas autoridades reguladoras.

2. GESTÃO DE RISCOS

2.1 Considerações preliminares

De entre várias causas que levaram a crises financeiras, foi a falta de controlo interno e externo do risco que sofreu maior imputação de responsabilidade³ (justa ou injustamente – porque

* - O presente estudo tem por base a tese de mestrado elaborada sob orientação do Mestre Paulo Câmara, discutida na Faculdade de Direito e na *Católica Lisbon School of Business & Economics* ambas da Universidade Católica Portuguesa, em 14 janeiro de 2015, perante um júri presidido pela Professora Doutora Fátima Gomes, tendo como arguente o Professor Doutor Rui Pinto Duarte.

1- Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010, conforme alterada pela Diretiva 2013/14/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013 e pela Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014.

2- Note-se as conclusões extraídas no *Relatório Larosière*.

3- KONOLATCH, B. / CONNOLLY, L, *Precautions that payoff: risk management and valuation practices in the global hedge fund industry*, in Deloitte Research Study (2006).

a responsabilidade é de diversas ordens).

O risco é uma constante na vida humana, pelo que a sua problematização não é recente. Uma das formas clássicas que a civilização encontrou para controlar, mitigar e transferir os riscos, de uma forma geral, foi através da celebração de contratos de seguro.

Adicionalmente, foram criadas outras formas de controlo de riscos. Desde logo aquelas que se prendem com a celebração de contratos e/ou assunção de determinadas posições financeiras, como sejam, a diversificação de investimento de uma carteira ou da celebração de contratos de derivados financeiros (*forwards, futures, options, swaps* ou outros produtos estruturados).

Para além destes métodos, é ainda possível proceder-se a uma eficiente gestão de riscos através da aplicação de boas práticas de *corporate governance*⁴. Em termos de governação societária, a prática demonstra-nos que os organismos financeiros apresentam três grandes formas de controlo interno: controlo de cumprimento (*compliance*), auditoria interna e gestão de riscos⁵.

É, pois, sobre esta última que este estudo incidirá. Ou seja, sobre o sistema de governo societário que reside no estudo, quantificação, medição e acompanhamento de riscos, e bem como dos respetivos mecanismos, processos e técnicas⁶ (a “**Gestão de Riscos**”).

Apesar de, em rigor, outro nome lhe devesse ser dado (por exemplo, avaliação ou monitorização de riscos), é o termo *gestão de riscos* que vem sendo utilizado na doutrina e nos diplomas legais para a nomear⁷. Acolhemo-lo aqui também.

2.2 Gestão de Riscos. Delimitação do objeto

A atividade de gestão dos riscos é, *sensu latissimo*, o próprio objeto da gestão: a tomada de decisões estratégicas e táticas, de modo a proceder – ponderando todas as possibilidades – a uma eficiente afetação de recursos e a obter uma taxa de retorno consistente com os riscos tomados. No entanto, atendendo à sua função e características, a Gestão de Riscos tem uma metodologia própria e instrumentos específicos distintos da gestão ordinária.

Isto dito, não significa que a Gestão de Riscos deixe de ser preocupação dos órgãos responsáveis pela gestão de um organismo. Qualquer gestor deverá ser capaz de identificar os riscos inerentes à estratégia de investimento escolhida, para depois comunicar corretamente aos investidores a exposição ao risco a que está sujeito o investimento, por forma que, no limite, este último possa decidir se tal exposição é apropriada e por si pretendida.

Por outro lado, uma boa Gestão de Riscos carece de informação fidedigna, capaz de mostrar com a maior certeza possível a ocorrência de riscos, de forma inteligível (tanto em termos

4- *Corporate Governance* pode ser definido como “o sistema de normas jurídicas, de práticas e comportamentos relacionados com a estrutura dos poderes decisórios – incluindo a administração, a direção e demais órgãos diretivos – e a fiscalização das organizações, compreendendo nomeadamente a determinação do perfil funcional dos atores organizativos e titulares de órgãos e corpos organizativos e as relações entre eles, os titulares de capital, os associados ou fundadores e os sujeitos relevantes para a sustentabilidade da organização”, in CÂMARA, Paulo, *Vocação e influência universal do ‘corporate governance’: uma visão transversal sobre o Tema*, in *O governo das organizações – a vocação universal do corporate governance*, Coimbra Editora (2011), pág. 14.

5- Mais pormenorizadamente sobre o governo societário em fundos de investimento coletivo: SILVA, Fernando Nunes, *Governança dos Organismos de Investimento Coletivo*, Cadernos da CMVM, n.º 21, (Agosto 2005); e também: SANTOS, Hugo Moredo, *Um governo para os fundos de investimento – A Vocação Universal do Corporate Governance*, Almedina, (Setembro 2011), Capítulo X.

6- Como consta do artigo 38.º do Regulamento (UE) n.º 231/2013, que seguiu de perto a terminologia do guia ISO 31000, *Risk management – Principles and guidelines* (2009), (definição 2.1.).

7- Neste sentido, e a título de exemplo, CROUHY, Michel/GALAI, Dan/MARK, Robert, *The essentials of risk management*. McGraw-Hill (2005), pág.85.

quantitativos como qualitativos). Em nosso entender, de nada valerá a expressão dos princípios e máximas fundamentais da Gestão de Riscos, se na prática não for possível compreender, medir ou mensurar os riscos concretos a que um determinado organismo está sujeito.

As técnicas financeiras que apoiam os sistemas de Gestão de Riscos são pois fundamentais, designadamente para determinar a melhor *taxa de risco-retorno* e com isso atuar no melhor interesse do investidor⁸. Todavia, importa sublinhar que a atividade de Gestão de Riscos não é (nem pode ser vista como) um mero conjunto de metodologias técnico-financeiras capazes de prever resultados futuros. É mais do que isso: uma preocupação constante que se impõe categoricamente a toda a organização.

Delimitando a matéria em análise no presente texto, deixaremos de parte o estudo dos variados ramos da Gestão de Riscos, como sejam, a gestão da liquidez ou os testes de esforço, bem como as diferentes classificações de risco (riscos de liquidez, riscos de contraparte e/ou riscos operacionais, por exemplo).

2.3 Cultura de Gestão de Riscos

A Gestão de Riscos institucionalizou-se através da *criação de sistemas de controlo interno do risco, estabelecimento de sofisticados fluxos de informação e relato entre os órgãos de gestão e as unidades operacionais como forma de consolidação entre práticas de auditoria e gestão de risco*⁹.

Para ser bem implementada, é necessário que a Gestão de Riscos seja uma verdadeira trave mestra, que percorra horizontal e verticalmente toda a organização, com carácter de permanên-

cia. Que não se fixe estaticamente, mas que seja revista e avaliada continuamente e, ainda, que sirva não só os propósitos de controlo, mas também de otimização do investimento¹⁰. A esta ideia de Gestão de Riscos plural e universal demos o nome de *cultura de Gestão de Riscos*.

Quer isto dizer que a Gestão de Riscos não deve ser examinada como *stand-alone activity*¹¹, mas antes como um processo contínuo, estruturado, sistemático e *taylor-made*, que se torna capaz de criar (e proteger) valor na organização.

A Gestão de Riscos contribui para aumentar a transparência, combater as assimetrias de informação e garantir proteção e confiança ao investidor. Internamente, prepara o organismo para a incerteza; permite o alcance de objetivos com maior probabilidade; garante um sistema claro e autónomo, capaz de identificar as oportunidades e ameaças do investimento; garantindo ainda tomadas de decisão mais informadas. É um sistema dinâmico, capaz de responder à variação, com enorme relevância na reputação e credibilidade de um organismo patrimonial.

A cultura de Gestão de Riscos concretiza-se através da aplicação das seguintes componentes: (i) o *ambiente interno definido*, isto é, o estabelecimento *a priori* da política e filosofia de investimento e respetiva posição sobre o risco, que deve ser partilhada por toda a estrutura devendo constituir parte importante dos valores e missão do organismo; (ii) fixação de objetivos; (iii) identificação de fatores que possam inviabilizar ou colidir com a prossecução dos objetivos fixados (os riscos e/ou oportunidades); (iv) avaliação e medição de riscos identificados; (v) tipos de resposta aos riscos; (vi) atividade de controlo permanente, através de procedimentos e práticas que assegurem a eficácia

8- ZETZSCHE/ECKNER, *cit.* (2012) pág. 270.

9- BEJA, Rui, “*Risk Management*”- *Gestão, Relato e Auditoria dos Riscos do Negócio*, Áreas Editora, (2004), pág. 84.

10- Neste sentido, ZETZSCHE, Dirk A. / ECKNER, David, *Risk management, in The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer (2012), pág. 267.

11- IOSO 31000 (2009), pág. 8.

das respostas dadas; (vii) informação e comunicação presente em toda a organização; e (viii) respetiva monitorização por parte da gestão ordinária e por auditores independentes¹².

De facto, a Gestão de Riscos é crucial quando existe elevada percentagem de alavancagem, de uso de derivados financeiros e *short selling*¹³. Bem sabemos que os fundos de investimento alternativo (“FIA”) encontram-se constantemente nestas posições, pelo que importa analisar, com especial acuidade, a Gestão de Riscos no âmbito da AIFMD.

3. O REGIME DA AIFMD

3.1 Considerações preliminares

A monitorização de riscos relacionados ou criados pelos FIA no contexto e mercado da União Europeia foi, sem dúvida, um dos objetivos da aprovação da AIFMD.

Ao longo da sua preparação foram especialmente tidos em conta os seguintes aspetos potenciadores de riscos: (i) aquisição do controlo de organismos por GFIA (o desalinhamento de incentivos e a falta de transparência); (ii) impacto no mercado relacionado com a tomada de controlo de organismos; (iii) eficiência e integridade dos mercados; (iv) proteção de investidores (falta de divulgação de informações aos investidores, conflitos de interesse); e ainda (v) aspetos relativos a riscos micro-prudenciais¹⁴. Para além destes últimos (nos quais se encontram o risco de mercado, de crédito, de liquidez, da contraparte e operacional), o risco sistémico foi especialmente tido em conta¹⁵.

De um ponto de vista genérico, as exigências relativas e as implicações de cumprir com os parâmetros da AIFMD são múltiplas e complexas. É por isso muito importante a reflexão cuidada dos modelos de negócio e da estruturação organizacional, antes de se estabelecer a estrutura do FIA. Os GFIA têm que se familiarizar com o novo modelo operativo, consagrado pela AIFMD, modelo esse onde a Gestão de Riscos é um pilar indubitável.

3.2 A Gestão de Riscos na AIFMD

Tradicionalmente, os FIA asseguravam as suas funções de gestão de riscos em conjunto com as funções de gestão de carteiras, através de procedimentos e processos cuja formalização e documentação era mais reduzida.

A falta de (i) autoridade por parte das entidades responsáveis pela Gestão de Riscos, (ii) comunicação de todos os intervenientes na cadeia de gestão de riscos, (iii) abrangência na análise de toda a gama de riscos e falta ou insuficiente experiência em matéria de Gestão de Riscos, (iv) informação em tempo real, de forma clara, correta e rápida sobre os riscos são algumas das várias deficiências ou insuficiências que foram levantadas pelas instituições europeias neste particular¹⁶.

Como veremos adiante, a AIFMD procurou dar resposta a todas: através da (i) atribuição de qualidade de “altos funcionários” aos responsáveis pela Gestão de Riscos, que passam a atuar com total independência, (ii) implementação de uma função de Gestão de Riscos funcional e hierarquicamente separada, e bem assim, (iii)

12- COSO, *Enterprise Risk Management – Integrated Framework* (2007), pág. 22.

13- STULZ, R., *Rethinking Risk Management*, *Journal of Applied Corporate Finance* 9, (1996), pág. 8-24.

14- Tabela 3, Documento de trabalho dos serviços da Comissão que acompanha a Proposta de Diretiva do Parlamento europeu e do Conselho relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2004/39/CE e 2009/.../CE, COM(2009) 576.

15- WILHELMI, Rüdiger/BASSLER, Moritz, *AIFMD, Systemic Risk and the Financial Crisis*, in *The alternative investment fund managers directive*, Wolters Kluwer, (2012) pág. 25.

16- Livro Verde – o governo das sociedades nas instituições financeiras e as políticas de remuneração. (2010) Bruxelas.

criação de um processo de Gestão de Riscos suficientemente documentado, que analise todos os riscos envolvidos e que seja capaz de os comunicar a toda a organização.

A existência de recursos para uma adequada Gestão de Riscos é condição basilar para a obtenção de autorização dos GFIA para atuar no mercado europeu ao abrigo da AIFMD, para além de constituir o âmago básico de atividades obrigatórias de um FIA (artigo 6.º, n.º 5, al. d) da AIFMD).

Esta consagração é um marco na regulação europeia. Até aqui, *definir a gestão de risco como uma atividade regulada pareceria estranho*¹⁷; não obstante, ao formar parte do núcleo essencial e constituir um requisito para os GFIA, a Gestão de Riscos integra-se na classificação de atividade regulada¹⁸.

Com a AIFMD, os GFIA devem introduzir sistemas adequados de Gestão de Riscos que permitam identificar, medir, gerir e acompanhar de forma apropriada todos os riscos relevantes para a estratégia de investimento de cada FIA e a que cada FIA esteja ou possa vir a estar exposto¹⁹. Para isso deverão documentar toda a sua atividade, de modo que se identifiquem todos os riscos relevantes. De entre o reporte de informação, é obrigatória a menção *(i)* à natureza dos potenciais conflitos de interesses, *(ii)* às medidas corretivas aplicadas, *(iii)* às razões pelas quais se pode considerar que as medidas resultarão num funcionamento independente da

função de gestão dos riscos, e *(iv)* ao modo como os GFIA pretendem garantir que as salvaguardas sejam coerentemente eficazes (artigo 40.º, n.º 4 do Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013 da Comissão de 19 de dezembro de 2012 (o “**Regulamento Delegado**”).

Reconhece-se na AIFMD aquilo a que chamámos de *cultura de Gestão de Riscos*, ao consagrar-se expressamente a obrigação que impende sobre os GFIA de *rever os sistemas de gestão de riscos com suficiente frequência, pelo menos uma vez por ano, e adaptá-los sempre que necessário*²⁰; assim como, um dever permanente de aplicar todos os procedimentos que assegurem que o perfil de risco permanece tal qual divulgado ao investidor; ao mesmo tempo que garanta o reporte periódico de informações relativo aos níveis de risco do FIA (sejam eles presentes ou potenciais) (cfr. artigo 39.º do Regulamento Delegado).

Neste contexto, importa lembrar que embora seja essencial que o *órgão de administração* do FIA tenha conhecimento bastante dos riscos em causa e das suas consequências, isto não significa que os seus membros tenham que compreender absoluta e totalmente o seu alcance matemático²¹.

A este propósito há, esquematicamente e em regra, três categorias de Gestão de Riscos que os GFIA devem cumprir, ao abrigo da AIFMD, a saber: *Gestão de Riscos Institucional*; *Gestão de Riscos Operacional*; e *Gestão Técnica de Riscos*²².

17- ZETZSCHE/ECKNER *cit.* (2012) pág. 286.

18- ZETZSCHE/ECKNER *cit.* (2012) pág. 289.

19- Cfr. artigo 15.º, n.º 2, 1.º parágrafo da AIFMD.

20- Cfr. artigo 15.º, n.º 2, 2.º parágrafo da AIFMD.

21- ZETZSCHE/ECKNER, *cit.* (2012) pág. 271, nota de rodapé 20.

22- ZETZSCHE/ECKNER, *cit.* (2012) pág. 269.

3.2.1 Gestão de Riscos Institucional

Ao abrigo da AIFMD, para as funções de Gestão de Riscos, o GFIA deve constituir um departamento separado (*funcional e hierarquicamente*) das outras funções operacionais e, principalmente, da gestão de carteiras, mantendo além disso esta função na orgânica do GFIA de modo permanente (cfr. artigo 15.º, n.º 1 da AIFMD e artigo 39.º do Regulamento Delegado).

Note-se que apenas se considera cumprido o requisito da separação funcional e hierárquica se forem respeitadas as quatro condições concretizadas no artigo 42.º, n.º 1 do Regulamento Delegado, a saber: os altos funcionários afetos a funções de Gestão de Riscos não podem (i) ser supervisionados pelos responsáveis pelo funcionamento das unidades operacionais do GFIA, incluindo a função de gestão de carteiras; (ii) participar na execução das atividades do âmbito das unidades operacionais; (iii) nem ser recompensados em função da realização dos objetivos associados a essa função (independentemente do desempenho das unidades operacionais); pelo que (iv) a sua remuneração é diretamente fiscalizada pelo comité de remuneração, se tiver sido criado.

Esta solução da AIFMD foi uma das inovações regulatórias que mais contestação sofreu e, em certa medida, contrariou o que era proposto noutros estudos.

De facto, no relatório norte-americano *Best practices for the hedge fund industry* defendeu-se, em relação às funções de supervisão internas inerentes à Gestão de Risco, o seguinte: “*This supervisory role may be performed by a Chief Risk Officer (...) or by a formal Risk Committee*

*comprised of members of senior management with sufficient experience and the relevant background to understand the complexities of the risk framework. In that role, these persons may also be involved in the portfolio management process*²³.

No nosso entender, caberia à AIFMD a imposição de regras para alcançar determinados objetivos e/ou valores (como sejam o controlo independente e impedir conflito de interesses, p. ex.), mas não o de impor os meios (o *iter*) para os alcançar.

A existência ou não de um comité especializado com as funções de Gestão de Riscos nos GFIA deveria fazer parte do núcleo essencial da autonomia privada dos gestores e investidores, tendo em conta a compleição, a sofisticação e a escala das atividades do FIA em causa, bem como os seus objetivos e estratégias de investimento. Este princípio de liberdade é, aliás, respeitado no âmbito da Diretiva 2010/43/UE²⁴, de onde se retira a necessidade de se consagrar flexibilidade na estruturação da organização da sua Gestão de Riscos.

Compreendemos bem que a AIFMD queira impor aos GFIA a obrigação de constituir sistemas de Gestão de Riscos conformes aos mais apurados métodos de *corporate governance*. No entanto (e sabendo que a AIFMD será aplicável a um vasto conjunto de FIA distintos), não acompanhamos a decisão de tão grande restrição à liberdade de organização interna.

Acolheu-se, irrevogavelmente, aqui o princípio de que *one size fits all*? Ou dispõe o Direito de instrumentos e ferramentas que racionalizem e assegurem a justiça nesta aparente cegueira regulatória?

23- THE ASSET MANAGERS COMMITTEE, *Best practices for the hedge fund industry - Report of the Asset Managers' Committee to the President's Working Group On Financial Markets* (15 janeiro de 2009), pág. 24

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

3.2.2 *Gestão de Riscos Operacional*

De nada valeria um departamento separado para a Gestão de Riscos se ele estivesse esvaziado de conteúdo. Neste âmbito, a AIFMD impõe que o GFIA deve estabelecer, aplicar e manter uma política de gestão de riscos adequada e documentada que identifique todos os riscos relevantes a que os FIA que gere estão ou podem vir a estar expostos; e outrossim, que deve avaliar, acompanhar e rever periodicamente, pelo menos uma vez por ano (artigo 40.º e 41.º do Regulamento Delegado).

A revisão exposta deve ser decidida em conformidade com o princípio da proporcionalidade, tendo em conta a natureza, dimensão e complexidade das atividades do GFIA e do FIA que gere. Os GFIA devem estabelecer limites de risco máximo, mensurável qualitativa e/ou quantitativamente, tendo em conta os riscos concretamente relevantes de um determinado FIA.

Estes tetos máximos estão material e sistematicamente confinados pelas estratégias, tipos de ativos e perfil de risco divulgado ao investidor e às autoridades reguladoras para cada FIA: a sua *ratio* é de tutelar as expectativas dos investidores e do mercado.

No que toca aos limites quantitativos, a regra é de *comply or explain* (cfr. artigo 44.º do Regulamento Delegado). Assim, em caso de incumprimento de tais limites, os GFIA deverão expor toda a fundamentação de facto e de direito que justifique tal conclusão, sendo certo que não bastarão razões puramente economicistas e de contenção de custos, ainda que a AIFMD nada aponte expressamente neste sentido.

Por seu turno, a autoridade reguladora competente deverá aferir a razoabilidade, proporcionalidade e legalidade de tal justificação, tendo em conta a natureza, dimensão e complexidade das atividades do GFIA e de cada um dos FIA. Esta posição parece ser a única que permite que pequenos FIA não fiquem estrangulados com os custos suportados por uma Gestão de Riscos excessiva e desproporcional. É evidente que a avaliação quantitativa de riscos é a forma mais completa e segura; os métodos qualitativos não substituem a sua complexidade e certeza.

Como tal, sublinhamos que o juízo de proporcionalidade aplicado na análise desta matéria não deve nunca conduzir a considerações que olhem para estas duas vertentes como opções alternativas, nem que considerem o recurso a limites qualitativos em FIA expostos a riscos complexos.

Para além do exposto, e do consagrado no Capítulo IV da AIFMD, o n.º 3 do artigo 15.º da AIFMD estabelece um conjunto de obrigações de transparência e de divulgação de informações para o exterior.

3.2.3 *Gestão Técnica de Riscos*

Por fim, completando este triângulo, referimo-nos às técnicas matemáticas de avaliação e quantificação de riscos. Isto é, a representação de *informação organizada de forma significativa que permita tomar medidas de gestão adequadamente suportadas, aferidas e validadas*.²⁵

A AIFMD não tomou posição quanto ao melhor método de medição de riscos, impondo *somente*²⁶ que se adotem *mecanismos, processos e técnicas adequadas e eficazes*²⁷.

Além disso, tais mecanismos, processos e técnicas têm de, nos termos do n.º 3 do artigo 45.º do Regulamento Delegado, (i) garantir que os riscos sejam avaliados rigorosamente com base

25- BEJA, Rui, *cit.* (2004), pág. 105.

26- O itálico é nosso.

27- Cfr. artigo 45.º, n.º 1 e 2 do Regulamento (UE) n.º231/2013.

em dados sólidos e fiáveis, (ii) ser periodicamente submetidos a testes retroativos para apreciação da validade dos mecanismos de medição, (iii) ser submetidos a testes de esforço e análises de cenários adequados, (iv) garantir que o nível atual de risco cumpre os limites de risco fixados, (v) estabelecer medidas corretivas de defesa do investidor caso haja ultrapassagem daqueles.

Esta é, do nosso ponto de vista, uma opção de aplaudir: (i) as técnicas e mecanismos de medição de risco dependem muito das estratégias a aplicar, pelo que o intervencionismo rígido poderia conduzir a obrigações técnicas que não serviriam plenamente os seus próprios propósitos; (ii) não entra na discussão (que não encontra consenso nem no mundo académico nem na prática) sobre qual o melhor sistema e metodologia para cada tipo de estratégia ou para cada tipo de investimento; e como tal (iii) salvaguardou-se a liberdade de escolha e de determinação aos GFIA – de facto só a a cada um e ao investidor caberá a decisão de que metodologias melhor se lhes aplicam, desde que respeitando os valores que a AIFMD visa atingir.

É claro que uma boa Gestão de Riscos carece de um bom sustentáculo. A falta de representação de dados, assim como a sua incompletude, fará com que, provavelmente, a lógica por detrás de uma concreta Gestão de Riscos falhe ou venha a falhar completamente²⁸. Recorde-se a obrigação de se basearem em *dados sólidos e fiáveis*.

Frisando a importância destes, a AIFMD demonstra especial preocupação quanto à (potencial) importância excessiva dada às agências de notação de risco e da informação por

estas fornecida.

Note-se, neste sentido, o mecanismo de proteção *ex ante*: na avaliação da qualidade creditícia os GFIA deverão estar *impedidos de se basearem exclusiva ou mecanicamente nas notações de risco* (na aceção do artigo 3.º, n.º 1, alínea b) do Regulamento relativo às agências de notação de risco²⁹⁻³⁰).

E ainda: as *autoridades competentes devem verificar a adequação dos processos de avaliação de crédito dos GFIA, avaliar a utilização de referências às notações de risco primeiro, nas políticas de investimento dos FIA e, se for caso disso, incentivar a atenuação do impacto de tais referências, tendo em vista reduzir a sua dependência exclusiva ou mecânica das referidas notações de risco* (artigo 15.º, n.º 3-A da AIFMD).

É, pois, fundamental que ao recorrer a fornecedores de dados e informação externos, se assegurem padrões de fiabilidade, seriedade e qualidade no processamento de informação. E que os GFIA disponham de especialistas capazes de as interpretar compreender e medir, com autonomia técnica e espírito crítico.

4. SOLUÇÕES PROPOSTAS

Os GFIA terão que se familiarizar com a nova realidade operativa que decorre da AIFMD. As suas regras poderão ser, em alguns casos, demasiado limitadoras das atividades dos GFIA, porque implicam um conjunto de custos, muitas vezes não justificáveis. Urge, por isso, compreender e estudar fórmulas alternativas ao dispor tanto do regulado como do regulador, de modo a obviar este problema, e bem assim, os deveres que incumbem a ambos.

28- ZETZSCHE/ECKNER *cit.* (2012) pág. 316.

29- Regulamento (CE) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009.

30- Cfr. artigo 15.º, n.º 5; n.º 2, 2.º parágrafo da AIFMD.

4.1 Válvula de escape: o recurso ao *outsourcing*

4.1.1 Considerações preliminares

Ao “processo através do qual uma organização (...) contrata outra, para o desempenho de uma ou várias atividades que a primeira não pode ou não lhe convém desempenhar e na execução das quais a segunda é tida como especialista”³¹ dá-se o nome de *outsourcing* ou, nos termos da AIFMD, *delegação em terceiros*.

De um ponto de vista geral, as vantagens do *outsourcing* são muitas e sobejamente conhecidas: desde logo aquelas que decorrem da especialização de indústrias (principalmente as de maior complexidade técnica); mas também, no que toca a diminuição de custos, já que possibilita a diminuição de investimento em funções fora do seu *core business*, a consequente obtenção de economias de escala e a eliminação de barreiras à entrada na indústria³².

Como princípio, a AIFMD permite o recurso ao *outsourcing* para o desempenho das funções de Gestão de Riscos de um GFIA. Esta ferramenta constitui, por isso, uma preciosa e real alternativa à internalização das funções de Gestão de Riscos para todos os GFIA, mas especialmente para aqueles GFIA cuja separação das funções de Gestão de Riscos se demonstre demasiado onerosa e/ou ineficiente.

O legislador europeu entendeu que “(sob reserva de limitações e condições rigorosas, incluindo a existência de razões objetivas) os GFIA deverão poder delegar o desempenho de algumas das suas funções tendo em vista melhorar a eficiência da sua gestão”³³, devendo cumprir

os princípios gerais da AIFMD e os estabelecidos no artigo 75.º do Regulamento Delegado³⁴.

Por sua vez, o artigo 20.º da AIFMD estatui que *os GFIA que pretendam delegar em terceiros o desempenho de funções em seu nome devem notificar as autoridades competentes do seu Estado-Membro de origem antes de os acordos de delegação produzirem efeitos e satisfazer determinadas condições*.

Isto demonstra que o *outsourcing* no âmbito da AIFMD não se fará sem limites. Assim, e deixando, de fora a delegação em terceiros das restantes funções dos GFIA, cumpre questionar, por um lado, quais são esses limites no tocante às funções de Gestão de Riscos. E por outro lado, atendendo a que, do nosso ponto de vista, a Gestão de Riscos é mais do que a função de um comité autónomo, mas um fio contínuo na organização, importa saber que parte deste fio é suscetível de delegação.

4.1.2 Proposta de solução e contornos

A Gestão de Riscos é uma função relativamente à qual a AIFMD expressamente admite a possibilidade de delegação (cfr. artigo 20, n.º 1, al. d)), que deverá ser feita apenas no interesse dos investidores (cfr. al. e) do mesmo artigo). Neste seguimento, a primeira delimitação terminológica que importa referir é que a expressão *funções de gestão* abrange as funções típicas de gestão, desde logo gestão de ativos e gestão de riscos e as funções suplementares a estas, como estabelecido no Anexo I da AIFMD.

Assim, as funções de apoio, como sejam tarefas administrativas ou técnicas realizadas pelo GFIA no desempenho das suas funções, não

31- SANTOS, António, *cit.* (1998), pág. 23.

32- Neste sentido, SANTOS, António, *cit.* (1998), pág. 41.

33- Considerando 30 da AIFMD.

34- Analisando a delegação no âmbito da AIFMD, *vide* PARTSCH, Thibaut / MULLMAIER, Jérôme, *Delegation*, in AIFMD, (2013) Chapter 11.

estão sujeitas aos requisitos de delegação da AIFMD. As funções de limpeza, restauração e aquisição de serviços e/ou produtos básicos, incluindo os serviços de administração de imóveis; apoio de recursos humanos, fornecimento e assistência operacional de *hardware* e *software*³⁵ são exemplos destas atividades. Não sendo *funções de GFIA*, são suscetíveis de delegação que não carecem de cumprir com os requisitos e condições daqueles.

O mesmo se diga das *simples* atividades de enquadramento de dados e as atividades acessórias à Gestão de Riscos (de que são exemplo, serviços de assistência cujo objeto seja a emissão de recomendações ou avisos aos altos funcionários afetos à Gestão de Riscos).

As funções específicas de Gestão de Riscos (v.g. operacional e técnica) formam o corpo que a AIFMD visa regular e por isso, os GFIA *devem notificar as autoridades competentes do seu Estado-Membro de origem antes de os acordos de delegação produzirem efeitos* (cfr. artigo 20.º, n.º 1 da AIFMD). Devem ainda *rever regularmente os serviços prestados pelo delegado e poder demonstrar que o delegado está habilitado e é capaz de desempenhar as funções em questão, que foi escolhido com todo o zelo devido e que o GFIA está em condições de, em qualquer momento, acompanhar de forma eficaz a atividade delegada, dar instruções adicionais ao delegado ou revogar a delegação com efeitos imediatos quando tal seja do interesse dos investidores* (cfr. artigo 20.º, n.º 1, al. f) da AIFMD).

Para além disto, nos termos do artigo 76.º do Regulamento Delegado, o GFIA deve justificar a razão e toda a estrutura de delegação com fundamentos objetivos, fornecendo às autoridades competentes uma descrição, explicação e pro-

vas pormenorizadas das mesmas. Por seu turno as autoridades terão de tomar em conta: *(i) otimização das funções e processos operacionais; (ii) poupança; (iii) conhecimentos do delegado a nível da administração ou de mercados ou investimentos específicos; (iv) acesso do delegado a capacidades de negociação mundiais.*

*Ao avaliar estas razões, as autoridades competentes devem ter em conta a estrutura da delegação e o seu impacto sobre a estrutura do GFIA, assim como a interação das atividades delegadas com as restantes atividades do GFIA*³⁶.

O delegado, por sua vez, tem o dever de dispor de recursos suficientes para exercer as respetivas funções e as pessoas que conduzem efetivamente as suas atividades devem ter boa reputação e experiência suficiente (artigo 20.º, n.º 1, al. b) da AIFMD).

A delegação de funções de Gestão de Riscos no depositário (ou respetivo delegado) está expressamente vedada na AIFMD, bem como em *qualquer outra entidade cujos interesses possam entrar em conflito com os interesses do GFIA ou dos investidores do FIA* (sem prejuízo do previsto no artigo 20.º, n.º 2, al. b), *in fine* da AIFMD).

Por outro lado, apenas se admite, em regra, delegação de Gestão de Riscos em *empresas autorizadas ou registadas para efeitos de gestão de ativos e sujeitas a supervisão*. Isto é: *(i) sociedades gestoras autorizadas nos termos da UCITS; (ii) empresas de investimento autorizadas de acordo com a Diretiva 2004/39/CE*³⁷ a prestar serviços de gestão de carteiras; instituições de crédito autorizadas a prestar serviços de gestão de carteiras nos termos da Diretiva 2004/39/CE; e *(iii) outros GFIA externos*

35- ESMA/2011/379, artigo 11.º, pág.124.

36- Considerando 83 do Regulamento Delegado.

37- Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Diretivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Diretiva 93/22/CEE do Conselho.

(artigo 78.º do Regulamento Delegado).

Quando o delegado seja uma organização de um país terceiro, além daqueles requisitos, *deve ser assegurada a cooperação entre as autoridades competentes do Estado-Membro de origem do GFIA e a autoridade de supervisão da empresa em causa.*

Finalmente, a AIFMD consagra a possibilidade de delegação em entidades não autorizadas ou registadas: *mediante autorização prévia das autoridades competentes do EM de origem, tendo por base situações especiais.*

A decisão concreta de delegação caberá a cada GFIA, tendo em conta as suas características, estratégias e complexidade orgânica³⁸. Neste sentido, a atividade seminal da Gestão de Riscos, isto é, a decisão de exposição a certos riscos e a sua determinação estratégica, não é suscetível de delegação. Tratam-se das competências nucleares do órgão de gestão, designadamente a definição da política e da estratégia do próprio FIA, e não de um comité especializado de Gestão de Riscos. Duas observações suplementares merecem, ainda, destaque.

Por um lado, como vimos, os FIA devem assegurar as funções de gestão de carteiras e de Gestão de Riscos para obter autorização junto das autoridades competentes, sendo certo que a delegação em terceiros de tais funções é, como vimos, possível (cfr. artigo 20.º da AIFMD). Coloca-se, então a questão de saber se um FIA pode (ao mesmo tempo) fazer *outsourcing* de ambas as funções.

Deve entender-se que sim, respeitados alguns limites: mas não até ao ponto em que materialmente o GFIA deixe de ser considerado o gestor, mas mera *letter-box entity*³⁹. Parece-nos que a *ratio* é a de assegurar que o FIA deva (a todo

o tempo) ter controlo último sobre o exercício daquelas funções de gestão. Em suma, é possível a delegação em terceiros de ambas as funções (concomitantemente); exceto se houver delegação total de ambas. No caso de *outsourcing* total de uma função e parcial da outra, problemas não se deverão levantar⁴⁰.

Por outro lado, cumpre recordar que a intenção da AIFMD é a de evitar a desresponsabilização dos gestores e por isso estabeleceu o princípio geral para a delegação de funções: *o GFIA supervisiona efetivamente as funções delegadas e gere os riscos associados à delegação. Para o efeito, o GFIA deve dispor a todo o momento dos conhecimentos e recursos necessários para a supervisão das funções delegadas* (cfr. artigo 75.º, al. f) do Regulamento Delegado).

Embora seja claro que (i) o legislador teve intenção de permitir *outsourcing* da Gestão de Riscos e (ii) que esta atividade fosse supervisionada pelo GFIA, é verdade também que quis garantir que as funções de Gestão de Riscos funcionassem com autonomia técnica e de forma livre. Recorde-se, particularmente, a proibição de supervisão daquelas funções pelo órgão de gestão, expressamente consagrada nos artigos 15.º da AIFMD e 42.º, n.º 1, al. a) do Regulamento Delegado.

Estamos perante uma aparente contradição legal. Coloca-se, pois, a questão de saber se será esta insanável e, se não, como superá-la.

O intérprete na sua atividade hermenêutica deve respeitar o princípio geral da presunção da racionalidade da *lei* e de aproveitamento do seu sentido útil, por forma a não se deixar arrastar pelo alcance aparente da norma. E ainda que entendamos que o legislador pudesse ter tido mais cuidado de redação, cremos que a contradição é passível de uma interpretação harmoniosa.

38- Neste sentido ZETZSCHE/ECKNER *cit.* (2012) pág. 292.

39- Estará nesta situação se verificadas as condições do artigo 82.º do Regulamento Delegado.

40- ESMA/2012/117, § 8 e 7, pág. 117.

Deste modo, no cotejo e conjugação das duas normas em causa, a contradição existente deve ser resolvida dentro do próprio sistema e tendo por base as suas *rationes*. Por isso, tomando em consideração o elemento literal e sistemático, resulta clara a natureza excecional da norma que proíbe a supervisão das funções de Gestão de Riscos, mesmo quando delegadas.

As normas especiais destinam-se a concretizar e/ou integrar alguns aspetos não contemplados nas normas mais gerais⁴¹. Não é o que sucede no presente, pelo que não há relação de especificidade entre estas duas normas.

Trata-se, antes, de um regime excecional, porquanto constitui uma oposição ao princípio-dever de controlo das funções delegadas. Assim, salvo melhor parecer, o conflito entre as normas consideradas só pode ser entendido como aparente, na medida em que o legislador determinou a solução em geral aplicável ao *outsourcing* (cfr. 75.º, al. f) do Regulamento Delegado) e ao mesmo tempo acolheu a solução oposta, só para uma determinada situação (cfr. 15.º da AIFMD e 42.º, n.º 1, al. a) do Regulamento Delegado).

Em suma: estamos perante a regra – o dever geral de supervisão das funções delegadas – e a exceção – a de que no caso de *outsourcing* de funções de Gestão de Riscos é vedada a supervisão pelo GFIA.

4.2 Válvula de escape: o princípio da proporcionalidade

4.2.1 Considerações preliminares

Sabemos que a AIFMD impõe uma separação funcional e orgânica da gestão de riscos. Porém, tendo em consideração vários fatores (como

tamanho, organização, natureza, escala ou complexidade), o artigo 15.º, n.º 1 da AIFMD e o artigo 42.º, n.º 3 do Regulamento Delegado sujeitam a regra da separação funcional e hierárquica a um juízo concreto a ser formulado pelas autoridades competentes, de acordo com o crivo do *princípio da proporcionalidade*.

Esta solução assenta na ideia de que as relações entre os particulares e o Estado (entendido em sentido amplo) estão sujeitas a um princípio basilar, que é corolário do Estado de Direito: *a liberdade e autonomia dos primeiros são a regra, (...) enquanto que a ingerência estatal é a exceção, e como tal limitada e de validade condicionada ao preenchimento de requisitos pré-estabelecidos*⁴².

Poderia haver, aliás, quem entendesse que tal medida regulatória seria violadora do princípio fundamental da igualdade (tratando de modo igual o que é diferente), na comparação entre diferentes tipos de FIA, suas naturezas e estratégias, se não tivesse sido consagrada a norma constante na 1.ª parte do n.º 1 do artigo 15.º da AIFMD.

Note-se que ambos os princípios (o da igualdade e da proporcionalidade) comungam de um *fundo comum*, uma vez que ambos *asseguram a justa medida e o equilíbrio dos atos do Estado, pressupondo uma base de racionalidade*⁴³. Mas são, por outro lado, materialmente diferentes: porquanto a ideia de proporcionalidade compara um ato com os objetivos visados; no juízo de igualdade a comparação faz-se entre dois ou mais atos (e não entre meio e fim)⁴⁴.

O princípio da proporcionalidade não tem uma origem recente e está hoje enraizado em diversos ramos do direito europeu. No quadro do direito europeu económico, há quem entenda

41- MARQUES, José Dias, *Introdução ao estudo do direito*, Centro de Estudos de Direito Civil da FDUL (1972), pág. 182.

42- NOVAIS, Jorge Reis, *Os princípios constitucionais estruturantes da República Portuguesa*, Coimbra Editora (2004), pág. 163.

43- CANAS, Vitalino, *O princípio da proibição do excesso na Constituição: arqueologia e aplicações*, in *Perspectivas Constitucionais – Nos 20 anos da Constituição de 1976*, vol. II, Coimbra Editora (1997), pág. 603.

44- CORREIA, Alves, *O plano urbanístico e o princípio da igualdade*, Almedina (1989), pág. 443.

até que o princípio da proporcionalidade é o princípio geral mais importante, já que na ausência de um sistema jurídico-administrativo europeu detalhado, é possível *judgar as medidas pela relação entre o objetivo perseguido e os métodos usados*⁴⁵.

É ferramenta jurídica que serve como bitola nas decisões administrativas por forma a determinar se e/ou em que medida, determinados direitos poderão ser limitados por intervenção estadual motivada por interesses públicos, mas também o é no campo da civilística pura⁴⁶. Efetivamente, o princípio da proporcionalidade é hoje muito mais que um mero princípio constitucional ou jus-administrativista. É um princípio geral, presente no espírito de todos os ordenamentos jurídicos de cariz ocidental, que se vem tornando também uma ferramenta essencial no âmbito da Gestão de Riscos.

Na sua concretização, o princípio da proporcionalidade comporta duas vertentes: a proibição de defeito e a proibição de excesso. Na última vertente (que é o que agora nos importa) o princípio da proporcionalidade implica um juízo à luz de três elementos basilares, que *se inferem logicamente do próprio princípio*⁴⁷: (i) adequação, (ii) necessidade e (iii) razoabilidade⁴⁸.

(i) Subprincípio da idoneidade

No âmbito do subprincípio da idoneidade, importa ter presente a conformidade ou adequação da medida face ao fim que visa atingir. Tendo

em conta o alcance de um objetivo legítimo, pergunta-se se determinada conduta é (ou não) apta para o atingir.

Relativamente ao objeto do presente estudo, as autoridades competentes devem formular o juízo sobre se a medida concreta da separação funcional e hierárquica de um determinado FIA é ou não ajustada ao fim a que se propõe e não a outro qualquer⁴⁹.

Neste sentido impõe-se o estudo da *ratio* de tal separação. A AIFMD consagrou sistemas de controlo interno capazes de assegurar ausência de conflitos de interesse que garantam independência na função e, *in fine*, imponham a realização de uma efetiva, séria e eficaz gestão de todos os riscos do GFIA.

Por outras palavras, o princípio da proporcionalidade surge como um instrumento que visa permitir a concreta delimitação de conflitos de interesses, isto é, da *oposição de utilidades em sentidos divergentes que se manifesta na tensão entre a motivação de uma das partes de prosseguir o seu próprio interesse, em detrimento do interesse alheio de que foi encarregue de gerir*⁵⁰.

Adicionalmente, o princípio da proporcionalidade surge como ferramenta que garanta a independência da gestão ordinária e da Gestão de Riscos, aqui entendida por forma a abranger tanto a *independência de facto*, como a *aparência de independência*⁵¹.

45- SCHWARTZE, J., *European administrative law*, European Law Journal, (2010), pág. 158.

46- Veja-se a este propósito: FIGUEIREDO, André, *O princípio da proporcionalidade e a sua expansão para o Direito Privado*, Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, vol. II (2008).

47- ALEXY, Robert, *Teoría de los derechos fundamentales*. Centro de Estudios Constitucionales (1997), pág. 112.

48- Estes elementos estão suficientemente estabelecidos na doutrina e na jurisprudência europeia (particularmente, o Caso Fedessa: Case C-331/48, *The Queen v. Minister of Agriculture, Fisheries and Food and Secretary of State for Health*, [ECR I-4023] (1990), parágrafo 13).

49- Significa que a providência se mostra adequada ao objetivo almejado, se destina ao fim contemplado pela norma, e não a outro; significa, pois, correspondência de meios a fins. MIRANDA, Jorge, *Manual de Direito Constitucional*, vol. IV, Coimbra Editora (2000), pág. 207.

50- BORGES, Sofia Leite, *O Conflito de Interesses na Intermediação Financeira*, in *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina, (Janeiro 2010) pág. 315-418.

51- IOSCO, *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence*, parágrafo 6 (2011).

A primeira abrange o estado mental do responsável pela Gestão de Risco e a suscetibilidade que este tem de ser influenciado por fatores externos. A aparência da independência dependerá da visão que um cliente, um investidor, ou o público em geral, terá sobre as funções daquele. Esta percepção externa é efetivamente importante para atestar a credibilidade da informação certificada pelo responsável pela Gestão de Riscos e bem assim, a sua objetividade e integridade profissional. Tratam-se, portanto, de medidas de proteção de bens e interesses da comunidade jurídica.

De um ponto de vista teleológico e lógico, facilmente concluímos que o regime jurídico da Gestão de Riscos consagrado na AIFMD é idóneo e adequado aos fins que visa atingir e que acima identificámos.

(ii) Subprincípio da necessidade

A necessidade, enquanto segundo elemento do princípio da proporcionalidade, impõe um juízo de exigibilidade ou indispensabilidade. Isto é, de entre as possíveis soluções que satisfaçam eficazmente o fim visado deve adotar-se aquela que demonstre ser menos restritiva.

Como tal, só deverá impor-se uma separação da função de Gestão de Riscos na medida em que esse distanciamento seja o que lese em menor medida os direitos e interesses do GFIA e seus investidores⁵². Este subprincípio torna evidente que o particular (*rectius*, o GFIA) tem direito à menor desvantagem possível⁵³, e *supõe a existência de um bem juridicamente protegido e de uma circunstância que imponha intervenção ou decisão*⁵⁴.

Como sabemos, foi a falta ou deficiente Gestão de Riscos, ou a sua má utilização ou inadequação face aos riscos incorridos assumidos por alguns gestores de fundos de investimento que levaram às falhas na medição dos mesmos, e que resultou em perdas avultadas no sector. Consequentemente, foi essa a *circunstância* que levou a União Europeia a iniciar o movimento regulador nos FIA, que é sempre (em certa medida) restritivo da liberdade e autonomia privada.

Ora, a máxima presente neste subprincípio é a da proibição do excesso, pelo que no caso *sub iudice* as autoridades competentes devem formular um juízo sobre se não haverá medida e/ou meio alternativo (que não a concreta separação funcional e hierárquica) tão eficaz como aquela, mas que seja, todavia, sensivelmente menos agressiva: trata-se de uma ponderação de meio/meio. Caso a autoridade competente entenda que há, então a separação não pode ser imposta, já que o interesse público obtido pela eficiente gestão de riscos é alcançado com o mesmo grau de eficácia, por outro meio menos restritivo para o GFIA.

Só uma averiguação casuística que tenha em conta as características próprias de cada GFIA permitirá tomar posição. Julgamos, não obstante, pertinente um exercício ilustrativo assente numa categorização lata, em três diferentes situações abstratas: um *grande* GFIA, um *médio* GFIA e um *pequeno* GFIA, tendo em conta determinados critérios como natureza, dimensão, risco e complexidade.

Quanto aos grandes e médios GFIA, provavelmente não se conseguirá oferecer meios

52- Deve então respeitar-se alguns elementos interpretativos, para *maior operacionalidade*: a exigibilidade material, pois o meio deve ser o mais "poupado" possível quanto à limitação dos direitos; exigibilidade espacial que aponta para a necessidade de limitar o âmbito de intervenção, e a exigibilidade pessoal, que significa que a medida se deve limitar à pessoa ou pessoas em causa. CANOTILHO, Gomes, *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*, Almedina (1999), pág. 264.

53- CANOTILHO, Gomes, *cit.* (1999) pág. 264.

54- MIRANDA, Jorge, *cit.* (2000), pág. 207.

alternativos à separação para conseguir obter exatamente (i.e. com igual grau de eficácia) o mesmo fim: são estruturas mais complexas, com estratégias mais arriscadas e/ou perfil maior para contribuir/gerar crises sistêmicas.

Quanto aos pequenos GFIA, pelo contrário, tal medida pode ser alcançada através de meios alternativos, com a mesma idoneidade, e sem uma tão grande restrição à liberdade de organização, de gestão e à autonomia privada. Neste caso a AIFMD não deixa ainda assim total discricionariedade na gestão, impondo o cumprimento das condições estabelecidas no artigo 43.º, n.º 1 do Regulamento Delegado⁵⁵.

(iii) Subprincípio da proporcionalidade em sentido estrito

Por último, sendo a medida necessária e adequada, cumpre perguntar se tal imposição é justa. Este elemento do princípio da proporcionalidade chama à colação a ideia de racionalidade (ou justa medida) entre os meios e os fins e, ainda, que a autoridade competente *proceda a uma correta avaliação da providência* que visa adotar *em termos quantitativos (e não só qualitativos)*: trata-se de uma ponderação de meio/fim de modo a que *a providência não fique aquém ou além do que importa para se obter o resultado devido – nem mais, nem menos*⁵⁶. É, pois, uma consequência de Justiça, já que uma norma jurídica desproporcional viola o direito.

No caso *sub iudice* as autoridades competentes devem formular um juízo sobre se a concreta

separação funcional e hierárquica de Gestão de Riscos é materialmente proporcionada, isto é, desde logo se os seus custos não são manifestamente superiores aos benefícios que sejam de esperar do seu emprego.

A formulação de ponderações exigida nesta dimensão do princípio obriga a um juízo axiológico, tendo em conta situações em concreto, pelo que enquanto bitola de controlo de margem de livre decisão, tem uma menor objetividade. De facto, este último crivo é usado como *válvula de escape contra situações aberrantes*, já que *a esmagadora maioria dos casos de desproporcionalidade esbarra imediatamente nos testes anteriores*⁵⁷.

Por isso, e caso a autoridade competente entenda que para um determinado GFIA *médio* a separação das funções de Gestão de Riscos, num comité separado funcional e hierarquicamente das funções de gestão de carteiras, é de tal modo desrazoável – face aos custos suportados por uma reestruturação orgânica que possa levar, inclusive, a dificuldades financeiras graves que ponham em causa a própria subsistência do FIA, por exemplo, e que no limite prejudiquem as regras da concorrência e de abuso de posição dominante no mercado europeu – não deve tal separação das funções de Gestão de Riscos ser exigida.

Neste caso, à parte das condições estabelecidas no artigo 43.º, n.º 1 do Regulamento Delegado, deverão ser impostas aos GFIA outras condições suplementares – cfr. n.º 2⁵⁸.

55- Desde logo que: a) *as decisões tomadas pela função de gestão dos riscos se baseiam em dados fiáveis, sujeitos a um grau adequado de controlo por parte da função de gestão dos riscos*; b) *A remuneração das pessoas envolvidas no exercício da função de gestão dos riscos reflete a realização dos objetivos associados a essa função, independentemente do desempenho das unidades operacionais com as quais se relacionam*; c) *A função de gestão dos riscos está sujeita a uma análise independente adequada para garantir que as decisões são tomadas de modo independente*; d) *A função de gestão dos riscos é representada no órgão de gestão ou na função de supervisão, se tiver sido estabelecida, pelo menos com a mesma autoridade que a função de gestão de carteiras*; e e) *Quaisquer funções incompatíveis são devidamente separadas*.

56- MIRANDA, Jorge, *cit.* (2000), pág. 207.

57- NOVAIS, Jorge Reis, *cit.* (2004), pág. 163.

58- Designadamente: a) *Que o exercício da função de gestão dos riscos é periodicamente revisto pela função de auditoria interna ou, se esta função não tiver sido estabelecida, por uma entidade externa nomeada pelo órgão de gestão*; b) *Se tiver sido criado um comité de risco, que o mesmo dispõe dos recursos adequados e que os seus membros não independentes não dispõem de uma influência indevida no exercício da função de gestão dos riscos*.

4.2.2 Proposta de solução e contornos

De acordo com a análise realizada a separação é adequada, idónea e justa para os *grandes* GFIA, sendo conseqüentemente proporcional. Já não é assim para determinados GFIA de pequena e média dimensão: recorde-se que *a preterição de qualquer uma das três dimensões envolve a preterição global da proporcionalidade*, assumindo que os primeiros não passam no teste da proporcionalidade-necessidade e que os segundos falharam o exame da proporcionalidade-razoabilidade.

De facto, para os GFIA de menor dimensão, uma conclusão deste género (não impeditiva e não fechada) impõe-se, sob pena de provocar uma enorme sobrecarga administrativa e um desequilíbrio concorrencial indesejados: conclusão, aliás, em consonância com o regime simplificado consagrado na AIFMD.

Aqui, como no setor bancário, princípio da proporcionalidade serve *para calibrar a intensidade das restrições ao princípio da autonomia empresarial (...)*, determinando *menores exigências em termos de governação* para os GFIA, *em função da dimensão, organização interna e natureza, âmbito e complexidade das atividades desenvolvidas*⁵⁹.

Evidencia-se, portanto, o carácter não absoluto de *separação*: a regra é a da sua obrigação, mas casos haverá em que esta concretamente não se exija. Não obstante, qualquer que seja a dimensão e as características do GFIA em causa (grande, média ou pequena dimensão), os gestores estão incumbidos, a todo o tempo, de *demonstrar que existem salvaguardas específicas contra os conflitos de interesses que permitem o exercício independente das atividades de Gestão de Riscos e que o processo de Gestão de Riscos cumpre os requisitos consagrados no artigo 15.º, n.º 1, 2 parte da AIFMD, este é por norma eficaz*.

Por último, caso o GFIA entenda, no momento em que submete a sua inscrição junto da autoridade competente, que a separação funcional e hierárquica não lhe é exigível – por respeito ao princípio da proporcionalidade – parece-nos que deve, logo aí: *(i)* dizê-lo expressamente nos documentos apensos ao pedido de autorização; *(ii)* especificar as salvaguardas específicas que permitam atingir o objetivo desejado (cumprindo com as regras da AIFMD); e, se necessário, *(iii)* oferecer-se para o esclarecimento de quaisquer dúvidas, bem como o de apresentar mais informações ou garantias da robustez dos seus mecanismos internos de Gestão de Riscos.

59- CÂMARA, Paulo, *O governo societário dos bancos*, in RDS IV (2012), 1, pág. 17.

5. CONCLUSÕES

1. O impacto do novo enquadramento regulatório das regras que entraram em vigor para os GFIA, nos termos da AIFMD, faz-se notar, desde logo, na sua orgânica interna, em particular na gestão dos riscos assumidos pelos FIA.
2. Embora todos os responsáveis do GFIA devam participar pró-ativamente no escrutínio e avaliação de riscos, potenciais ou reais, empenhando-se em propor medidas de controlo e monitorização dos mesmos, a AIFMD quis assegurar que haveria em cada FIA um comité de altos funcionários para a Gestão de Riscos, separado funcional e hierarquicamente da gestão ordinária do GFIA.
3. A Gestão de Riscos é aqui entendida como o sistema de governo societário que reside no estudo, quantificação, medição e acompanhamento de riscos, e bem assim dos respetivos mecanismos, processos e técnicas.
4. Para melhor compreensão do conceito, propusemos uma análise da Gestão de Riscos tripartida: gestão institucional, operacional e técnica.
5. Nos termos da AIFMD, aos altos funcionários responsáveis pela Gestão de Riscos num GFIA cabe o respeito por diversos deveres especiais, como os de garantir a articulação sistémica da Gestão de Riscos, desenvolvendo e incorporando na sua atividade específica os adequados instrumentos de suporte técnico e informativo, cumprindo com a política de risco e com as estratégias de investimento, documentando e reportando a sua atividade.
6. Em certos casos, o regime da AIFMD pode demonstrar-se demasiado opressivo para os GFIA de menor dimensão. O GFIA e as autoridades reguladoras deverão ter presente que a maior ou menor carência de monitorização e gestão de riscos varia em concreto de ativos e de estratégia, isto é, de FIA para FIA.
7. A ciência jurídica tem mecanismos e instrumentos para fazer face a este tipo de situações, ultrapassando de forma justa o problema, dando-nos as ferramentas necessárias para a flexibilidade que se impõe.
8. Apresentamos duas válvulas de escape distintas por forma a concretizar modos de acudir a tal carência: (i) no plano externo, o *outsourcing* dos serviços afetos à Gestão de Riscos e (ii) no plano interno, a aplicação do princípio da proporcionalidade.
9. Concluimos que AIFMD admite o *outsourcing* da Gestão de Riscos, mas não sem impor certos limites. Os GFIA, ainda que recorram ao *outsourcing* da Gestão de Riscos, não poderão deixar de cumprir com as suas obrigações de monitorização de riscos.
10. Por outro lado, o princípio da proporcionalidade deve também ser chamado à colação, para temperar as normas da AIFMD. Para além de ser uma possibilidade estratégica e de gestão de recursos para os órgãos de gestão, o cumprimento do princípio da proporcionalidade (como grau de exigência da separação) é, antes de tudo, um dever que se impõe ao regulador. Esta máxima permite, de forma mais flexível e concreta possível, gerir este aparente conflito entre os interesses dos FIA e seus investidores e os

interesses de terceiros.

11. Estas válvulas de escape são duas formas muito distintas, mas também muito eficazes, na determinação da exata medida em que deve agir a lei reguladora, nomeadamente no que toca ao grau de monitorização, gestão e controlo das funções de Gestão de Riscos.
12. Concluimos que, tanto a figura de *outsourcing* da Gestão de Riscos, como a concreta aplicabilidade do princípio da proporcionalidade, permitem alcançar soluções práticas que, por um lado, respeitem a autonomia

privada e por outro, garantam uma eficaz supervisão.

13. Como consequência direta de uma boa regulação, pode assistir-se ao incremento de interesse por parte de investidores (com perfil de aversão ao risco), em tipos de ativos mobiliários mais alternativos; obtendo-se vantagens comparativas para os *players* e, no limite, alcançar-se um impacto positivo no próprio valor dos ativos, atendendo a que o mercado é sensível às boas práticas de governo societário.



ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

ALLEN, William T., A challenge for corporate governance and securities regulation posed by derivatives market and hedge funds. Conferência Portugal / União Europeia e os EUA / organização do Instituto de Direito Económico Financeiro e Fiscal da Faculdade de Direito de Lisboa. Almedina, Coimbra (2010)

ALEXY, Robert, Teoría de los derechos fundamentales. Centro de Estudios Constitucionales, (1997)

ALLEN, Steve L., Financial Risk Management: A Practitioner's Guide to Managing Market and Credit Risk, Wiley Finance (dezembro 2012)

ALMEIDA, António Pereira de, Sociedades Comerciais, Valores mobiliários e mercados, 6º edição, Coimbra Editora (janeiro 2011)

ANTUNES, José Engrácia, Os «hedge funds» e o governo das sociedades. Direito dos valores mobiliários. IVM. Volume IX, Coimbra Editora, (outubro 2009)

AWREY, Dan, The limits of EU hedge fund regulation, Law and Financial Markets Review Oxford University, (março 2011)

BAFFI, Enrico / LATTUCA, Dino/ SANTELLA, Paolo, Extending the EU Financial Regulatory Framework to AIFM, Credit Derivatives, and Short Selling. Regulation of Financial Institutions eJournal (2011)

BEJA, Rui, Risk Management - Gestão, Relato e Auditoria dos Riscos do Negócio, Áreas Editora, (2004)

BESSA, Tiago, Crise Regulação e supervisão de hedge funds, RDS Ano II, n.ºs 3/4, Almedina (2010)

BORGES, Sofia Leite, O Conflito de Interesses na Intermediação Financeira, in Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro, Almedina, (janeiro 2010)

BUTTIGIEG, Christopher P., An Examination of Policy Trends in EU Financial Regulation Applicable to Investment Funds (junho 2013)

CÂMARA, Paulo

– Crise financeira e regulação, in ROA, Ano 69, Vol. II e III (julho-dezembro de 2009)

– Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 2.ª edição, Almedina (2012)

– O Governo das Sociedades e a Reforma do Código das Sociedades Comerciais, in Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades, Almedina (janeiro 2008)

– O governo societário dos bancos, RDS IV (2012)

– The AIFM's governance and remuneration committees, in The alternative investment fund managers directive, Wolters Kluwer, (2012)

– Vocação e influência universal do 'corporate governance': uma visão transversal sobre o Tema, in O governo das organizações – a vocação universal do corporate governance, Coimbra editora (2011)

CANAS, Vitalino, O princípio da proibição do excesso na Constituição: arqueologia e aplicações, in Prespectivas Constitucionais – Nos 20 anos da Constituição de 1976, vol. II, Coimbra Editora (1997)

CANOTILHO, Gomes, Direito Constitucional e Teoria da Constituição, Almedina (1999)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

COLEMAN, Thomas S., A Practical Guide To Risk Management. Research Foundation of CFA Institute (julho 2011)

CONFRARIA, João, Regulação e Concorrência. Desafios do séc. XXI, Campus do Saber n.º 10, (2010)

CORDEIRO, António Menezes,

– A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades, in Direito Sancionatório das Autoridades reguladoras, Coimbra Editora (junho de 2009)

– A tutela do consumidor de produtos financeiros e a crise mundial 2007/2010, in ROA, Ano 69, vol. II e III, julho-dezembro

CORREIA, Alves, O plano urbanístico e o princípio da igualdade, Almedina (1989)

CORREIA, Sérvulo, O incumprimento do dever de decidir, in Justiça Administrativa, n.º 54 (novembro/dezembro 2005)

CROUHY, Michel / GALAI, Dan / MARK, Robert, The Essentials of Risk Management: The Definitive Guide for the Non-risk Professional. McGraw-Hill Professional (janeiro 2006)

DIAS, Gabriela Figueiredo, Regulação e supervisão de hedge funds. Direito dos valores mobiliários, Instituto Valores Mobiliários vol. VIII, Coimbra Editora (setembro de 2008)

DUARTE, Rui Pinto, Tipicidade e Atipicidade dos Contratos, Almedina (2000)

E&Y, The perceived impact of the AIFM Directive on private equity in Europe, (março 2012)

ECHOU, Wouter Van. [et al.], Future regulation of hedge funds: a systemic risk perspective. Financial markets institutions & instruments. - Malden: Blackwell Publishing, Vol. 19, Nº 4, (novembro 2010)

ENGERT, Andreas, Transnational hedge fund regulation. European Business Organization Law Review Vol. 11, Nº 3, (setembro 2010)

ERRO, Davide, Hedge funds: how far is it necessary to regulate? Comunicação apresentada 31st Annual Conference of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), (junho 2006)

EUROPEAN COMMISSION, The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in the context of the current global financial crisis. Publicada no JO C 270 (25 de outubro de 2008)

FERRAN, Eilís, After the crisis: the regulation of hedge funds and private equity in the EU, European business organization law review. The Hague: TMC Asser Institute. Vol. 12, Nº 3, (setembro 2011)

FERREIRA, Bruno, Passaporte comunitário bancário: sucursal e livre prestação de serviços. ROA, ano 69, Vol.I/II (2009)

FIGUEIREDO, André, O princípio da proporcionalidade e a sua expansão para o Direito Privado, Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, vol. II (2008)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

FROSS, Stuart E. / ROHR, Michael J., Authorization for US Managers under the AIFMD, *Investment Lawyer* Vol. 19, No. 4 (abril 2012)

GREENWOOD, Robin/ SCHOR, Michael, Investor Activism and Takeovers, 92. *The Journal of Financial Economics* (2009)

HOLLER, J., *Hedge Funds and Financial Markets*. Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH (2012)

HUA, Henry T.C. / BLACK, Bernard, Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership, *Journal of Corporate Finance*, Volume 13, Issues 2–3, (junho 2007)

IGLESIAS-RODRIGUEZ, Pablo, Towards a New European Financial Supervision Architecture, *Journal of European Law Online* Vol. 16, 11.0 I (2009)

IOSCO, Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence (2011)

IOSCO, Securities Markets Risk Outlook 2013-14 (outubro 2013)

JAFFER, Sohail, *Fund of Hedge Funds: For Professional Investors and Managers*. Euromoney Books Publisher (2002)

JUSTO, António Santos, *Introdução ao Estudo do Direito*, Coimbra Editora, 3.^a Edição (2006)

KAMAL, Sugandha, *Hedge Fund Regulation and the EU Directive* (maio, 2012)

KAMBHU, J. / SCHUERMAN, T. / STIROH, K. J., Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* (december 2007)

KASSBERGER, Stefan/ Kiesel, Rüdiger, A Fully Parametric Approach to Return Modelling and Risk Management for Hedge Funds, *Financial Markets & Portfolio Management* vol.20, n.º 4, (2006)

KLOEHN, Lars, Transnational Financial Markets Regulation – a conference, *European Business Organization Law Review* Vol. 11, Nº 3

KOLB, Robert W./ OVERDAHL, James A., *Financial derivatives: pricing and risk management*. JohnWiley & Sons, Inc. (2010)

KONOLATCH, B. / CONNOLLY, L, Precautions that payoff: risk management and valuation practices in the global hedge fund industry, in *Delloitte Research Study* (2006)

LAGUNA, Reyes Pala, *Los Hedge Funds Y Sus Sociedades Gestoras*, La Ley (2013)

LYSANDROU, Photis, The real role of hedge funds in the crisis. *Financial Times* (1 de abril de 2012)

MACHADO, Baptista, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, 15.^a edição (2006)

MARIS, Pavlus, The new architecture for hedge fund regulation: an assessment of the recent US and EU initiatives, *Law and Financial Markets Review* (maio 2012)

MARQUES, José Dias, *Introdução ao estudo do direito*, Centro de Estudos de Direito Civil da FDUL (1972)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

MCCAHERY, Joseph A. / VERMEULEN Erik P.M., Private equity and hedge fund activism: explaining the differences in regulatory responses. *European business organization law review*. - The Hague : TMC Asser Institute, Vol. 9, Nº4 (dezembro 2008)

MIRANDA, Jorge, *Manual de Direito Constitucional*, vol. IV, Coimbra Editora (2000)

MOLONEY, Niamh, The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part 2, Rules in Action, *European Business Organization Law Review* 12, (2011)

MOLONEY, Niamh, The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part 1, Rule-Making. *European Business Organization Law Review*, 12, (2011)

MOSCHELLA, Manuela

– Getting Hedge Funds Regulation into the EU, *Agenda: The Constraints of Agenda Dynamics*, *Journal of European Integration*, 33:3, (janeiro 2011)

MÜLBERT, Peter / WILHELM, Alexander

– Reforms of the EU Banking and Securities Regulation after the Financial Crisis. Mainz (2010)

NOVAIS, Jorge Reis, *Os princípios constitucionais estruturantes da República Portuguesa*, Coimbra Editora (2004)

OCDE, *Corporate Governance: effects on firm performance and economic growth* (2009)

PAGLIARI, Stefano, A Wall Around Europe? The European Regulatory Response to the Global Financial Crisis and the Turn in Transatlantic Relations, *Journal of European Integration*, 35:4, (2013)

PAYNE, Jennifer

– The regulation of short selling and its reform in europe. *European Business Organization Law Review* Vol. 12, Nº 3

– Private Equity and its regulation in Europe. *European Business Organization Law Review*. Vol. 12, Nº 4

PEREIRA, JOSÉ NUNES, Reforma da supervisão financeira europeia in *Revista de Concorrência e Regulação* Ano I, número 2 (abril-junho 2010)

RAZINA, Florbela / SILVA, Fernando Nunes da, Fundos de investimento atípicos Conceito e Regulação. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliário*, nº 15 (dezembro 2002)

REBELO, Marcelo Rebelo de / MATOS, André Salgado, *Direito administrativo geral*, tomo III, Dom Quixote, 2.ª edição, (2009)

THE ASSET MANAGERS COMMITTEE, Best practices for the hedge fund industry - Report of the Asset Managers' Committee to the President's Working Group On Financial Markets, (15 janeiro de 2009)

SANTOS, António, *Outsourcing e Flexibilidade: uma ferramenta de gestão para século XXI*, Texto Editora (1998)

ELEMENTOS BIBLIOGRÁFICOS

SANTOS, Hugo Moredo, Um governo para os fundos de investimento – A vocação Universal do Corporate Governance, Almedina, (setembro 2011)

SCHWARTZE, J., European administrative law, European Law Journal, (2010)

SERETAKIS, Alexandros, The New EU Directive on the Regulation of Private Equity. Columbia Journal of European Law Online, Volume 18, No. 3, (abril 2012)

SILVA, Paula Costa e, As operações de venda a descoberto de valores mobiliários, Coimbra Editora (setembro 2009)

SILVA, Fernando Nunes, Governação dos Organismos de Investimento Colectivo, Cadernos da CMVM, nº21, (agosto 2005)

SLOT, Piet Jan, The credit crisis and the EU in Revista de Concorrência e Regulação, Ano I, número 3 (julho – setembro 2010)

STULZ, R., Rethinking Risk Management, Journal of Applied Corporate Finance 9, (1996)

TAVARES, Carlos, A regulação dos mercados: passado, presente e futuro, Inforbanca - Lisboa: Instituto de Formação Bancária - Nº85 (julho-setembro 2010)

VAUGHAN, D. A., Selected Definitions of ‘Hedge Fund’ (2003)

VICENTE, Dário Moura, Liberdades comunitárias e Direito Internacional Privado. CDT Vol. 1, n.º 2 (2009)

VIEIRA, Elisabete F. Simões, [et. all], Risco Financeiro – Medida e Gestão, Edições Síbalo (2011)

WILHELMI, Rüdiger/BASSLER, Moritz, AIFMD, Systemic Risk and the Financial Crisis, in The alternative investment fund managers directive, Wolters Kluwer, (2012)

WYMEERSCH, Eddy

– The institutional reforms of the European financial supervisory system. Financial Law Institute (2010)

– The Regulation of Private Equity, Hedge Funds and State Funds Financial Law Institute Working Paper No. 2010-06 (abril de 2010)

ZETZSCHE, Dirk (cord.)

– The Alternative Investment Fund Managers Directive: European Regulation of Investment Funds (International Banking and Finance Law), Kluwer Law International (novembro 2012)