



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**SIC AUTOGERIDA VS SIC HETEROGERIDA:
Estudo Comparativo**

Joana Fonseca Dias Azevedo Martins

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2024



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

SIC AUTOGERIDA VS SIC HETEROGERIDA: Estudo Comparativo

Joana Fonseca Dias Azevedo Martins

Orientadora: Prof. Doutora Daniela Farto Baptista

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2024

Agradecimentos

Ainda que em alguns momentos da elaboração da presente dissertação tenha sentido que estava a percorrer um caminho solitário, quando o concluí e recebi a alegria e o amor (em várias das suas formas) de todos os que me rodeiam entendi que verdadeiramente, como em toda a minha vida, mais uma vez não estive só e, por isso, a lição que retiro de todo este processo é a de nunca tomar os que melhor me querem como garantidos, aqueles que mesmo em silêncio nunca me deixaram ou deixarão desamparada.

Um enorme obrigada aos meus pais que sempre estiveram ao meu lado, com todo o seu amor, carinho, paciência e sabedoria. São a minha inspiração e exemplo.

Ao meu irmão que mesmo não tendo esta percepção foi o grande motor do caminho profissional que escolhi, aproveito para confessar que foi por querer ser como ele que decidi, sem hesitar, seguir o curso de Direito.

Aos meus amigos de sempre e para sempre, pela amizade e por tornarem a minha vida mais significativa, feliz e leve.

Aos que me apresentaram o gosto pela gestão de ativos e aos que todos os dias me acompanham no meu trabalho, me ensinam e tornam o meu dia-a-dia muito mais rico do que algum dia sonhei para mim.

Finalmente, um enorme e sentido agradecimento à Professora Doutora Daniela Farto Batista pelo seu exímio trabalho e por todas as conversas e partilha de conhecimentos.

Resumo

Os organismos de investimento alternativos imobiliários, sob a forma societária, as designadas sociedades de investimento coletivo, têm vindo a ganhar uma cada vez maior relevância no mercado de gestão de ativos nacional.

Estas sociedades, não obstante, adotarem o tipo de SA podem optar por uma de duas formas de gestão, mais propriamente, a autogestão, quando a gestão e administração, se encontram a cargo dos próprios órgãos sociais e a heterogestão, quando contratam uma entidade terceira, a sociedade gestora, para o exercício das referidas funções.

No presente estudo propomo-nos a aprofundar estes organismos, passando pela legislação que lhes é aplicável e tratando as diferenças dos respetivos regimes, os quais divergem, nomeadamente, quanto aos deveres e obrigações e, conseqüentemente, quanto ao regime de responsabilidade que lhes é aplicável e, assim tentar descortinar se os mesmos são causa justificativa da atual organização do mercado nacional.

Não obstante, independentemente do tipo de gestão eleito, os titulares do referido cargo encontram-se vinculados a adotar um comportamento que assegure a proteção dos legítimos interesses dos participantes, segundo ditames de boa-fé, da eficiência do mercado e de acordo com elevados padrões (aplicáveis a um gestor criterioso e ordenado) de diligência, lealdade e transparência.

Finalmente, atendendo à assimetria informativa entre a sociedade e os participantes, o legislador criou uma panóplia de direitos e deveres para cada um dos intervenientes do mercado, visando assim proteger os participantes, princípio basilar da gestão de ativos.

Palavras-Chave: sociedade de investimento coletivo, autogestão, heterogestão, sociedade gestora, participantes, CMVM.

Abstract

Real estate alternative investment companies in corporate form, known as collective investment companies, have become increasingly important in the national asset management market.

Although these companies are public limited companies, they can opt for one of two forms of management: self-management, in which the management and administration are carried out by the governing bodies themselves, or heteromanagement, in which they appoint a third party, the management company, to carry out these functions.

In this study, we intend to take a closer look at these entities, by analysing the legislation applicable to them and the differences in their respective regimes, which differ in particular in terms of duties and obligations and, consequently, in terms of the liability regime applicable to them, in order to try to find out whether they justify the current organisation of the national market.

Regardless of the type of management chosen, however, the holders of this position are obliged to behave in such a way as to ensure the protection of the legitimate interests of the participants, in accordance with the dictates of good faith, market efficiency and high standards (applicable to a prudent and orderly manager) of diligence, loyalty and transparency.

Finally, given the asymmetry of information between the company and the participants, the legislator has created a set of rights and obligations for each of the market players, with the aim of protecting the participants, a fundamental principle of asset management.

Keywords: collective investment company, self-management, heteromanagement, management company, participants, CMVM.

Índice

<u>AGRADECIMENTOS</u>	<u>3</u>
<u>RESUMO.....</u>	<u>4</u>
<u>ABSTRACT</u>	<u>5</u>
<u>LISTA DE ABREVIATURAS.....</u>	<u>7</u>
<u>1. INTRODUÇÃO.....</u>	<u>10</u>
<u>2. SOCIEDADES DE INVESTIMENTO COLETIVO.....</u>	<u>12</u>
2.1. ENQUADRAMENTO NORMATIVO (PORTUGAL).....	12
2.2. SIC AUTOGERIDA VS SIC HETEROGERIDA	15
2.2.1. CARACTERIZAÇÃO E REQUISITOS	15
2.2.2. ATIVIDADE E AVALIAÇÃO DE ATIVOS	22
2.2.3. A GESTÃO DA SIC AUTOGERIDA E SIC HETEROGERIDA.....	25
2.2.4. INTERVENIENTES	30
2.2.5. DEVERES DA SOCIEDADE GESTORA DA SIC HETEROGERIDA E DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO DA SIC AUTOGERIDA	31
2.2.6. REGIME DE RESPONSABILIDADE	36
<u>3. PANORAMA PORTUGUÊS.....</u>	<u>39</u>
<u>4. CONCLUSÃO.....</u>	<u>42</u>
<u>5. BIBIOGRAFIA</u>	<u>45</u>

Lista de abreviaturas

AP – Assembleia de Participantes

ART. - Artigo

CA – Conselho de Administração

CC – Código Civil

CIT. – Citação/Citemos

CF. – Confronte

CIRE – Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

CRP – Constituição da República Portuguesa

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DL – Decreto-Lei

EX VI – Por força de

FII – Fundo de Investimento Imobiliário

OIA – Organismo(s) de Investimento Alternativo

OIC – Organismo(s) de Investimento Coletivo

P. – Página(s)

PAI – Perito(s) Avaliador(es) de Imóveis

PG – Política de Gestão

PI – Política de Investimento(s)

SA – Sociedade anónima

SG – Sociedade Gestora ou, pretendendo alcançar o mesmo sentido, Entidade Gestora

SIC – Sociedade(s) de Investimento Coletivo

SIC-Auto – Sociedade(s) de Investimento Coletivo autogerida(s)

SIC-Hetero – Sociedade(s) de Investimento Coletivo heterogerida(s)

SQ – Sociedade por quotas

RCMVM – Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

RG – Regulamento de Gestão

RGA – Regime da Gestão de Ativos

RGOIC – Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo

RJOIC – Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo

RRGA – Regulamento do Regime da Gestão de Ativos

RRGOIC – Regulamento do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo

UP – Unidade(s) de Participação pretendendo significar igualmente ações.

VIDE – Ver

Prefácio

No contexto de uma economia portuguesa cada vez mais impulsionada pelo capital estrangeiro, nomeadamente por via do investimento no mercado de capitais, onde os OIA imobiliários, sob a forma societária, têm vindo a ganhar uma crescente expressão sentimos a necessidade de aprofundar o estudo do referido regime no sentido de perceber o funcionamento e organização do referido mercado.

Creemos que as diferenças entre ambos os tipos de gestão possíveis aos OIA, sob a forma societária, mais propriamente, a autogestão e a heterogestão, assim como as vantagens e desvantagens dos respetivos regimes, poderão estar na origem da atual organização do mercado das SIC imobiliárias em Portugal, o qual, podemos avançar, revela-se constituído de forma bastante significativa por SIC-Hetero, em detrimento das SIC-Auto.

Neste contexto e porque não verificamos um tratamento na doutrina e jurisprudência nacional sobre o regime comparado de ambos os regimes e as respetivas consequências práticas no âmbito da atual organização do mercado nacional sentimos que poderia ser proveitoso e pertinente realizarmos o presente estudo, no sentido de acompanharmos o início de um caminho legislativo e prático que prevemos longo.

1. Introdução

O presente estudo¹ versa sobre a figura dos OIA imobiliários, sob a forma societária, as SIC, nas suas duas formas de gestão: autogeridas e heterogeridas².

Atendendo às limitações impostas para a realização do presente trabalho optamos por nos cingir, exclusivamente, às SIC fechadas, de capital fixo e de duração determinada.

Para o efeito iremos, num primeiro momento, servir-nos de um breve enquadramento normativo (contextualização teleológica), no sentido de compreender e delimitar a figura dos OIA imobiliários sob a forma societária, desde a sua origem no ordenamento jurídico português, até ao momento presente, elencando, os diplomas legais que direta ou indiretamente lhe são atualmente aplicáveis.³

Posteriormente passaremos a uma abordagem teórica, sendo que procuraremos tratar as várias questões que distinguem na prática os respetivos regimes jurídicos, desde os requisitos de constituição e funcionamento até à respetiva extinção.

Seguidamente, abordaremos os deveres que incumbem, respetivamente ao CA da SIC-Auto e à SG da SIC-Hetero e, nesse contexto, o regime de responsabilidade a que se encontram adstritos.

No último ponto, iremos discorrer sobre a organização do mercado nacional das SIC, assim como as opções atualmente seguidas, no sentido de alcançarmos o que pretendemos que seja o resultado do nosso trabalho.

Mais propriamente, cremos que as diferenças entre ambos os tipos de gestão, assim como as vantagens e desvantagens dos respetivos regimes, poderão estar na origem da atual organização do mercado das SIC imobiliárias em Portugal, o qual, podemos avançar, revela-se constituído de forma bastante significativa por SIC-Hetero, em detrimento das SIC-Auto.

Assim, revelou-se impreterível percorrermos todo este caminho intelectual no sentido de aferirmos quais os motivos que estão na origem e fundamentam a atual organização do mercado em Portugal.

¹ Ainda que o presente trabalho se encontre escrito em linha com as regras do Novo Acordo Ortográfico, relativamente às citações, optamos por manter, na íntegra, a versão original do texto, pelo que não alteramos o modelo ortográfico adotado pelos respetivos autores.

² Quando tal se revele necessário e útil ao leitor referiremos as duas formas de gestão das SIC, no sentido distinguir alguma característica das mesmas que deva ser conhecida nesse âmbito. No mais, todas as referências deverão ser tidas em conta como aplicáveis a ambos os modelos de gestão.

³ Consideramos 07/04/2024, como o último dia em que foi recolhida e analisada a legislação considerada para elaboração da presente dissertação.

Sem pretendermos levantar demasiado o véu sobre o nosso tema, adiantamos que os principais traços diferenciadores entre ambas, são os tipos de administração e gestão, sendo que na autogestão cabe ao CA da própria SIC e, na heterogestão, a gestão fica a cargo de uma SG, designada para o efeito.

Tomando emprestadas as palavras de Joana Rola de Veludo:

“Pelo facto de as SICAFI⁴ serem OIC, estão vinculadas a prosseguir uma política de investimento em conformidade com os respetivos documentos constitutivos, assegurando-se uma maior estabilidade na continuidade de negócio, independentemente das pessoas/entidades encarregues da gestão da Sociedade.”⁵

Iniciamos o presente trabalho com base nesta premissa que gostaríamos que acompanhasse o leitor durante o percurso que o convidamos a percorrer com esta exposição.

⁴ Mantivemos o excerto na versão original, não obstante constar a designação SICAFI, em concordância com o RGOIC, sem prejuízo de, por uma questão de rigor técnico e académico, não podermos deixar de referir que atualmente, em consonância com as alterações introduzidas pelo RGA, onde consta SICAFI dever ler-se SIC.

⁵ Cit. Veludo, Joana Rola de, 2022, p.568.

2. Sociedades de Investimento Coletivo

2.1. Enquadramento normativo (Portugal)

Os OIC ⁶7, sob a forma societária surgiram no ordenamento jurídico português em 2003, com a publicação do RJOIC⁸, o qual remetia o regime das referidas sociedades para legislação especial⁹, o que levou a que viesse a ocorrer um lapso até 2010¹⁰ em que aguardou a legislação desta figura.

Apenas em 2010, com o DL n.º 71/2010, de 18/06, se tornou executável a constituição de OIC sob a forma societária¹¹, desta feita não só Sociedades de Investimento Mobiliário, mas também Sociedades de Investimento Imobiliário.

Inicialmente o recurso à figura dos OIC, sob a forma societária ofereceu alguma resistência por parte dos intervenientes do Mercado.¹²

Em 2015, a publicação do RGOIC¹³ sistematizou e aprofundou a regulação desta figura¹⁴, o que trouxe uma maior segurança e certeza jurídicas aos intervenientes do mercado e que, reconhecidas as suas vantagens, acabou por materializar-se num maior acolhimento por parte do mercado na opção pela mesma.

Posteriormente, o DL n.º 56/2018, de 09/07 passou a prever o capital inicial mínimo de cinquenta mil euros, para os OIC sob forma societária heterogeridos (mantendo-se atualmente¹⁵).

⁶ Primeiro, fundos e com RGOIC surgem SICAFIS e SICAVIS e com a entrada em vigor do RGA, SIC.

⁷ Para um estudo mais aprofundado sobre a figura dos OIC cit. Vieira, Ana Isabel, 2016, p. 388-394; Matias, Tiago dos Santos, 2021, p. 692-693.

⁸ Aprovado pelo DL n.º 252/2003, de 17/10. O art. 4.º n.º 1 do RJOIC previa que “Os OIC assumem a forma de fundo de investimento ou de sociedade de investimento mobiliário.”

⁹ Cf. Art.º 4 n.º 3 do RJOIC: “As sociedades de investimento mobiliário regem-se por legislação especial”.

¹⁰ Interrompido pela publicação do DL n.º 71/2010, de 18/06, o qual veio aprovar o regime jurídico dos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários sob a forma societária e dos fundos de investimento imobiliário sob a forma societária.

¹¹ Conforme Sumário do DL n.º 71/2010, de 18/06 “O presente decreto-lei possibilitar a constituição de organismos de investimento colectivo (OICVM) e de fundos de investimento imobiliário (FII) sob forma societária, designando-os respectivamente por sociedades de investimento mobiliário (SIM) e por sociedades de investimento imobiliário (...)”.

¹² Neste sentido cit. Vieira, Ana Isabel, 2016, p. 386.

¹³ Regulamentado pelo RGOIC.

¹⁴ A título exemplificativo, por via das previsões dos arts.: 5.º/3; 6.º/3; 7.º/3; 10.º/4 e 11.º.

¹⁵ Sobre a qual abordaremos em seguida.

Com a publicação do DL n.º 27/2023, de 28/04, entrou em vigor¹⁶ o RGA¹⁷, normativo atualmente aplicável, onde se encontra plasmado o regime das agora designadas SIC.

O RGA é regulamentado pelo RRG¹⁸, designadamente quanto a: condições de acesso à atividade por OIC; atividade do OIC e da SG; documentos constitutivos e medidas de rentabilidade e risco históricos; fusão, cisão, transformação e liquidação de OIC e reporte de informação à CMVM.

Com especial relevância para o presente estudo atentemos a regulamentação de: composição do património de OIA imobiliário fechado de subscrição particular¹⁹; regras valorimétricas²⁰ e avaliação de imóveis²¹.

As SIC regem-se ainda pelo disposto no CSC, salvo quando as respetivas normas se revelem incompatíveis com a natureza e objeto específicos ou com o disposto no RGA.^{22|23|24}

O regime das sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado consagrado no CVM não é aplicável às SIC.²⁵

Finalmente enunciamos um compêndio de legislação/regulamentação que direta e/ou indiretamente são aplicáveis às SIC, a saber²⁶:

- i. RCMVM n.º 2/2007, na sua redação atual - Exercício de Atividades de Intermediação Financeira;

¹⁶ Em 28/05/2023. Refere o legislador no respetivo sumário que o RGA “(...) procede (...) à aprovação do regime da gestão de ativos (RGA) e, conseqüentemente, à revogação do RGOIC e do RJCRESE. O RGA adota um quadro regulatório comum dos OIC, regulando de forma unitária as matérias (...) dispersas pelo RGOIC e pelo RJCRESE, promovendo ainda um alinhamento do direito nacional com o direito da União Europeia.”

¹⁷ Vide para uma contextualização sobre o impacto do novo regime - Circular da CMVM n.º 012/2023 (25/05/2023)."

¹⁸ O qual entrou em vigor em 01/01/2024. Posteriormente alterado pela Declaração de Retificações n.º 176/2024/2.

¹⁹ Cf. art. 21.º RRG

²⁰ Cf. arts. 27.º a 29.º RRG

²¹ Cf. arts. 34.º a 40.º RRG

²² Transcrição do art. 21.º/1 RGA.

²³ Conforme se encontra devidamente elencado no art. 21.º/2/ a) a f) RGA.

²⁴ Cit. Vieira, Ana Isabel, 2016, p.421, para quem as SIC “estão sujeitas a um regime híbrido”.

²⁵ Cf. art.21.º/3 RGA.

²⁶ Quanto a legislação internacional destacamos, com especial relevância, a Diretiva de Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (AIFMD) e a Diretiva de Mercados e Instrumentos Financeiros (DMIF), entretanto objeto de revisão. Mais salientamos a importância da ESMA na gestão de ativos, mais propriamente pela emissão de aconselhamento técnico à Comissão Europeia, pelo desenvolvimento de orientações, pela preparação de normas técnicas regulamentares, assim como pela implementação e emissão de pareceres, perguntas e respostas e relatórios *ad hoc*.

- ii. Lei n.º 153/2015, de 14/09 - Regula o acesso e o exercício da atividade dos peritos avaliadores de imóveis que prestem serviços a entidades do sistema financeiro nacional;
- iii. Lei n.º 83/2017, de 18/08 (Medidas de Combate ao Branqueamento de Capitais e ao Financiamento do Terrorismo);
- iv. Lei n.º 89/2017, de 21/08 (Regime Jurídico do Registo Central do Beneficiário Efetivo)
- v. RCMVM n.º 2/2000, na sua redação atual (sistema de indemnização dos Investidores);
- vi. RCMVM n.º 16/2003, na sua redação atual - Contabilidade nos OIC;
- vii. Portaria n.º 913-I/2003, de 30/08, na sua redação atual - Taxa de supervisão dos OIC;
- viii. RCMVM n.º 2/2016, na sua redação atual (reclamações e resolução de conflitos);
- ix. ICMVM n.º 8/2016 (Deveres de reporte de informação à CMVM para efeitos de intercâmbio de informações relativas às potenciais consequências sistémicas da atividade de gestão e comercialização de OIA);
- x. RCMVM n.º 1/2020 (Envio de informação à CMVM para efeitos de supervisão prudencial aplicável às SGOIC);
- xi. RCMVM n.º 7/2020 - Envio de informação à CMVM sobre reclamações apresentadas por investidores não profissionais;
- xii. RCMVM n.º 9/2020 - Relatório de autoavaliação dos sistemas de governo e controlo interno;
- xiii. RCMVM n.º 5/2022 - Prevenção do branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo;
- xiv. RCMVM n.º 3/2023 - Deveres de reporte dos Peritos Avaliadores de Imóveis;
- xv. Circular da CMVM n.º 013/2023, de 14 de julho de 2023;
- xvi. Código de Governo das Sociedades.

2.2.SIC Autogerida Vs SIC Heterogerida

2.2.1. Caracterização e requisitos

i. Classificação

As SIC são organismos de investimento coletivo²⁷ que assumem a forma societária e são, por isso, dotadas de personalidade jurídica.²⁸

Quanto à classificação as SIC tratam-se de OIA imobiliários.^{29|30}

ii. Forma, Tipo e Natureza

As SIC adotam o tipo de “sociedade anónima”³¹ e devem estabelecer a sua sede e administração efetiva em Portugal ³².

A respetiva firma deverá incluir a expressão “«Sociedade de Investimento Coletivo» ou «SIC»”³³, seguida da sigla “S.A.”.

iii. Objeto social

O objeto das SIC consiste na captação de capital angariado junto dos Participantes para o investir, no exclusivo interesse dos mesmos, mais concretamente em ativos imobiliários³⁴.

iv. Capital social e ações³⁵

O capital social inicial mínimo integralmente subscrito e realizado na data da constituição³⁶, é de “(...) (euro) € 50 000 ou de (euro) 300 000, consoante seja heterogerida ou autogerida”.³⁷

²⁷ Conforme sumário do RGA: “(...) Os OIC são instituições que têm por finalidade o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores de acordo com uma política de investimento previamente estabelecida. (...) são patrimónios autónomos, podendo assumir forma contratual, de fundo de investimento, ou societária, de sociedade de investimento coletivo. Os OIC sob forma societária podem ser autogeridos ou heterogeridos, caso designem uma terceira entidade para assegurar a sua gestão. Estes organismos podem ser abertos ou fechados, consoante o número de partes - unidades de participação ou ações - em circulação seja variável ou fixo. (...)”.

²⁸ Cf. arts. 5.º e 6.º CSC ex vi art. 3.º/a) RGA.

²⁹ Retomando o sumário do RGA, “(...) Os OICVM e os OIA constituem as duas tipologias de OIC reguladas pelo RGA. (...) prevendo três tipologias em função do objeto principal do investimento e uma tipologia residual e aberta. Mantêm-se (...) os OIA imobiliários e os OIA de capital de risco, bem como os OIA de créditos (...)”.

³⁰ Cf. arts. 208.º/1 a) e 225.º RGA e art. 13.º RRGGA.

³¹ Cf. art. 61.º/3 a) RGA.

³² Cf. art. 61.º/3 b) RGA.

³³ Cf. art.8.º/2 (1.ª parte) RGA.

³⁴ Cf. art.208.º/1 a)/2 RGA. Cf. n.º 2 “(...) consideram-se ativos imobiliários, além dos imóveis, as unidades de participação em OIA imobiliário e participações sociais em sociedades imobiliárias.”.

³⁵ Cf. art. 14.º/7 RGA: “As referências (...) a unidades de participação abrangem ações das sociedades de investimento coletivo (...)”.

³⁶ Cf. art. 61.º/3/c)/4 RGA. Não obstante ressalva o art. 14.º/3/b do RGA a possibilidade de o valor de subscrição ser integral ou parcialmente realizado, desde que previsto no RG.

³⁷ Cf. art. 61.º/4 RGA.

O capital é dividido em ações “(...) escriturais, nominativas e sem valor nominal³⁸(...)”, sendo admitido o seu fracionamento para efeitos de subscrição e de resgate ou reembolso.”³⁹ |⁴⁰

Ora, estando perante ações sem valor nominal deparamo-nos com a seguinte problemática: qual será o valor a considerar (ab initio) para efeitos de emissão? Permitindo-nos responder diretamente a esta questão, parece-nos que deverá ser considerado o valor nominal das referidas ações.

Para António Menezes Cordeiro:

“A expressão “valor nominal” utilizada em qualquer outra lei ou regulamento considera-se substituída pela expressão “valor de emissão”, quando se refira a acções sem valor nominal.”⁴¹

No momento inicial da existência jurídica OIA, o capital corresponde, para efeitos de emissão, ao valor do capital social, porquanto nesta fase todo o património societário poderá ser resumido ao valor das subscrições.

Já a partir do momento em que haja lugar a valorização dos ativos e/ou existência de passivo, o capital passará a corresponder ao VLG⁴², o qual se refere ao resultado obtido da subtração do passivo ao ativo do OIA⁴³, sendo através deste resultado que dividido pelo número de ações subscritas, é calculado o valor unitário de cada ação.

Enquanto sociedade de capital fixo, a SIC é assim constituída por um número fixo de ações, o qual é definido aquando da respetiva emissão.

A sua variação, apenas poderá ocorrer por via de: condições previstas no RG; operações de aumento⁴⁴ ou redução⁴⁵ de capital ou outras vicissitudes aplicáveis aos OIA,

³⁸ Cit. Cunha, Paulo Olavo, 2021, p.438-439: “(...) as ações sem valor nominal (...) permitem a subscrição do capital da sociedade (anónima), em momentos distintos, por valores (de emissão) diferenciados, adaptando as variações da respetiva valorização de mercado às necessidades da sociedade. (...) Importa salientar que o acolhimento das ações sem valor nominal não põe em causa o princípio da intangibilidade do capital social, o qual se mantém incontornável, continuando a constituir uma garantia dos credores. Com efeito, as participações perdem o valor nominal, mas mantêm uma relação (direta) com o capital social, representando uma fração deste, ainda que o custo inerente à sua realização, em momentos diferentes, não seja idêntico. (...)”.

³⁹ Cf. art. 14.º/2 RGA.

⁴⁰ Quanto à possibilidade de fracionamento das ações, cremos que o referido regime afasta, no que às SIC respeita, a aplicabilidade do art. 276.º n.º 6 CSC, porquanto incompatível.

⁴¹ Cit. Cordeiro, António Menezes, 2010, p.505. Para uma leitura aprofundada sobre as ações sem valor nominal, para além da referência anterior, cit. Cunha, Paulo Olavo, 2021, p.437-439; Mendes, Evaristo, 2020 e Rodrigues, Maria João, 2012.

⁴² Concluimos da leitura conjugada do art.14.º/6/7 RGA e do art. 9.º RRG que o valor das ações será determinado pelo resultado obtido da divisão do valor líquido global do OIC pelo número de ações e calculado nos prazos constantes do art. 75.º/1/2/c)3 RGA.

⁴³ Cf. art. 20.º RGA.

⁴⁴ Cf. art. 213.º RGA.

⁴⁵ Cf. art. 214.º RGA.

nomeadamente fusão, cisão ou transformação.⁴⁶ Estas operações estão sujeitas a diferentes tipos de controlo administrativo, nomeadamente, em função do risco.⁴⁷

As operações de subscrição, resgate e reembolso de UP encontram-se definidas nos documentos constitutivos da SIC.⁴⁸⁴⁹

As ações podem ser inscritas em sistema centralizado de registo, quer junto do Depositário designado, quer da *Euronext*⁵⁰, consoante a opção prevista no documento constitutivo.⁵¹

Pode dar-se igualmente o caso de a SIC não ser constituída originariamente como tal, mas derivar da “transformação” de uma sociedade pré-existente, conforme abordaremos com maior pormenor no ponto seguinte.

Neste caso, ainda que haja emissão de “títulos” de ações em substituição dos anteriores, para adaptação dos elementos de identificação aí constantes, não estamos perante qualquer aquisição de novas ações, ou seja, o acionista mantém as ações que detinha.⁵²

As subscrições de capital têm uma única data de liquidação financeira, a qual é compatível com a data do registo comercial, vulgo data da constituição da SIC, no caso, a data do registo da transformação e das alterações ao Contrato de Sociedade da SIC, previamente existente junto da Conservatória do Registo Comercial.

Nas subscrições subsequentes, ocasionadas, por via de aumento de capital da SIC, as quais ter-se-ão como efetivas e darão lugar à correspondente emissão de ações da SIC quando a importância correspondente ao preço da integração do ativo na SIC for realizada e for integrada no ativo da SIC, data em que o respetivo valor é por um lado debitado ao acionista que adquire ações da SIC e, por outro, incorporado no valor global da SIC.⁵³

⁴⁶ Dependente de deliberação da AP, nos termos do art. 59.º do RRG. Sobre fusões, cisões e transformação vide arts. 22.º/2/e); 235.º; 236.º; 237.º 238.º a 245.º RGA e arts. 60.º a 72.º RRG.

⁴⁷ Encontram-se sujeitas a comunicação prévia à CMVM, se a operação envolver exclusivamente OIA de subscrição particular ou a comunicação subsequente à CMVM, se a operação envolver exclusivamente OIA exclusivamente dirigidos a investidores profissionais.

⁴⁸ Cf. art. 17.º RGA.

⁴⁹ Neste sentido cit. Veludo, Joana Rola de, 2022, p.575-576.

⁵⁰ Anteriormente designada por Interbolsa.

⁵¹ Cf. art. 18.º do RGA e arts. 61.º; 63.º/1/d) /2; 64.º; 64.º-A; 91.º CVM.

⁵² Salvo se no processo de transformação tiver ocorrido alguma operação sobre o capital, como seja um aumento.

⁵³ Cf. arts. 213.º; 14.º/3/b) e 212.º/5/6 (*ex vi* art. 213.º/5) RGA.

Nas novas subscrições, salvo quando os documentos constitutivos disponham em sentido diverso, é conferido aos acionistas da SIC o direito de preferência na aquisição das mesmas.⁵⁴

Para além das subscrições em aumentos de capital pode haver lugar a situações de transação das ações, as quais poderão implicar a realização de mais ou menos-valias para o vendedor, o que se encontra dependente da variação (positiva/negativa) por referência ao preço da aquisição.

Como nota específica, a qual consideramos não alterar o que foi até aqui dissertado, cremos que deverá ser tido em linha de conta que no caso dos OIC, aqui sob a forma societária, estamos perante uma valorização atual ou, melhor dito, renovada da sociedade, a qual ocorre por via do cálculo do VLGF.

v. Constituição, Duração⁵⁵ e Extinção (Dissolução e Liquidação)

A constituição da SIC ocorre na data “*do registo comercial do respetivo contrato de sociedade*”⁵⁶, sendo esta a condição prévia à submissão do processo de autorização⁵⁷/comunicação prévia⁵⁸ junto da CMVM.

O referido processo requer a submissão dos seguintes elementos, designados por documentos constitutivos⁵⁹, a saber: prospeto⁶⁰; regulamento de gestão⁶¹; documento com informações fundamentais destinadas aos investidores⁶²; informação aos investidores de OIA dirigidos exclusivamente a investidores profissionais⁶³ e o contrato de sociedade⁶⁴.⁶⁵

Retomando a hipótese de a SIC não ser uma sociedade constituída originariamente como tal, mas derivar da “transformação” de uma sociedade pré-existente, cremos que, nestes casos, não estamos perante nem a constituição de uma nova sociedade (*ex*

⁵⁴ Cf. art. 17.º/3 RGA.

⁵⁵ Cf. art.19.º RGA.

⁵⁶ Cf. art.11.º/1/b) RGA

⁵⁷ Cf. art. 22.º/1/3 a) /4 a) RGA. Para início da sua atividade, a SIC-Auto depende de autorização prévia da CMVM, por via da instrução dos elementos referidos no anexo ii do RGA (art.º 22.º/4 a)).

⁵⁸ Cf. art.22.º/3 a) e b) RGA. Para início da sua atividade, a SIC-Hetero depende de mera comunicação prévia, por via da instrução dos elementos referidos no anexo ii do RGA (art.º 22.º/4 b)). Não obstante, a respetiva SG depende de autorização prévia da CMVM para iniciar a sua atividade (art. 22.º/1/2).

⁵⁹ Cf. arts. 84.º; 98.º e 99.º RGA.

⁶⁰ Cf. arts. 85.º; 146.º, Anexo IV (Secção 1) RGA.

⁶¹ Cf. arts. 85.º/6; 86.º RGA.

⁶² Cf. arts. 87.º a 90.º RGA.

⁶³ Cf. art.91.º RGA.

⁶⁴ Cf. arts. 85.º/6 RGA.

⁶⁵ A divulgação destes elementos reveste especial relevância para efeitos de garantia do direito à informação dos investidores, nomeadamente para efeitos de definição do estatuto profissional/não profissional.

novo)⁶⁶, nem tampouco uma “transformação” (em sentido próprio)⁶⁷ para efeitos de CSC⁶⁸, na medida em que cremos que o referido diploma reserva esse instituto para a alteração de tipo societário.⁶⁹

A “transformação” que aqui se verifica é do objeto social, por forma a que o mesmo assente em atividades que estão sujeitas a um regime jurídico específico, especial, atualmente o RGA, onde resulta, em particular: uma estrutura de governação da sociedade que cumpra requisitos próprios quanto aos investimentos/gestão realizados.⁷⁰ Mantendo-se, ainda a aplicação do CSC.

A longevidade dos OIA de duração determinada pode ser prorrogada por decisão dos participantes, por uma ou mais vezes, não se encontrando limitada a período não superior ao inicial⁷¹, sendo que em última instância pode ainda converter-se para OIA de duração indeterminada⁷².

A extinção da SIC pode ocorrer por via de liquidação⁷³ extrajudicial⁷⁴ ou por via de liquidação judicial⁷⁵.

⁶⁶ Juridicamente, em qualquer destas situações, a sociedade é a mesma, do que é manifestação a manutenção do NIPC.

⁶⁷ Cit. Cunha, Paulo Olavo, 2021, p.1078: “A palavra transformação é utilizada, a propósito das sociedades comerciais, com mais do que um significado. Em sentido técnico, ela expressa a alteração de tipo societário, de sociedade em nome coletivo para sociedade por quotas ou deste tipo para a sociedade anónima. (...) é a operação que implica a substituição integral do conteúdo do contrato, embora se possam manter as referências ao objeto e, naturalmente, à sede social.”

⁶⁸ Cf. art.130.º/1 CSC.

⁶⁹ De que é exemplo a transformação de uma SQ em SA. No entanto, cremos, por analogia, estar perante uma transformação em “sentido impróprio”, sendo que o legislador visou mais do que a transformação do tipo, ajustar a SA a um tipo legal especial, por via de um processo de alterações, quer estatutárias, quer orgânicas, por forma a adaptar e adequar a sociedade ao regime aplicável aos OIA, nomeadamente das previsões constantes dos arts. 3.º a) /21.º/2 e 61.º RGA.

⁷⁰ Como o capital social mínimo; encargos/receitas legalmente definidos para a SIC; regras de: subscrição e resgate de ações, distribuição de rendimentos e respetivo reinvestimento; reportes junto da CMVM.

⁷¹ Cf. art. 215.º RGA.

⁷² Nestes casos, os participantes que tenham votado contra a deliberação de prorrogação ou de conversão têm o direito ao resgate das respetivas UP, denominadas ações, no caso das SIC.

⁷³ Visando a garantia da certeza e segurança jurídicas, o RGA não permite a reversão da liquidação.

⁷⁴ Quando se dissolvam pelo decurso do prazo, por decisão da SG, deliberação dos participantes ou nos termos do contrato de sociedade. No caso, CA/SG será, por regra, o liquidatário, devendo o procedimento ser concluído no prazo máximo de um ano, prorrogável por decisão da CMVM, quando o liquidatário seja diverso. Efetiva-se, na data do registo comercial do encerramento da liquidação da SIC, cf. art. 249.º/1/a); 247.º/b/i) e d); 250.º e 11.º/2/a) RGA. O regime de liquidação associado à duração definida para o OIA, deve constar do RG. *Vide* art. 73.º RRG, sobre o depósito realizado junto do depositário.

⁷⁵ A liquidação judicial rege-se, em geral, pelo disposto no CIRE, com as especificidades previstas no RGA. O depositário, atenta a sua função, tem legitimidade para requerer a declaração de insolvência da SIC (faculdade introduzida pelo RGA). A liquidação judicial da SIC, com base nas demais situações, é promovida pela CMVM, que pode propor os liquidatários ao tribunal. A dissolução conclui na data do encerramento do processo de insolvência, cf. art.249.º/1/b) RGA *ex vi* e art.247.º/e); 251.º e 11.º/2/b) RGA.

Sem prejuízo do que antecede, a dissolução pode ser deliberada pela SG, devendo a referida decisão fundar-se no interesse dos participantes.⁷⁶

Como antecipamos, a dissolução é seguida da liquidação dos ativos e passivos do OIA, sendo o encerramento da liquidação, o qual se encontra sujeito a registo comercial, que extingue a entidade.

Poderá haver ainda lugar a dissolução prudencial, decidida pela CMVM, quer nos casos de revogação da autorização do OIA, quer em caso de impossibilidade da entidade gestora em continuar o exercício de funções.⁷⁷

vi. Acionistas

Os titulares das UP do OIA imobiliário denominam-se Participantes, não obstante, as referências realizadas a participantes no RGA abrangem igualmente os acionistas das SIC.⁷⁸

A qualidade de acionista é adquirida aquando da subscrição das ações, pressupondo e implicando a aceitação, do disposto nos documentos constitutivos da SIC, conferindo, no caso da SIC-Hetero, à SG, e ao CA, no caso da SIC-Auto, os poderes necessários para a respetiva gestão, administração e representação.⁷⁹

No OIA fechado é admitido o diferimento da obrigação de entrada⁸⁰, pelo que, sem prejuízo dos prazos fixados nos documentos constitutivos, o acionista só entra em mora com a interpelação da SG, uma vez fixando um prazo para o cumprimento da obrigação de entrada. Durante esse período, não caberá ao acionista nem o recebimento de rendimentos, nem a participação nas reuniões da AP.⁸¹

Os acionistas dispõem dos seguintes direitos: à informação; de constarem inscritos como titulares das respetivas ações na conta de registo; de receber o montante correspondente ao valor do resgate, do reembolso ou do produto da liquidação das ações de que sejam titulares e à defesa exclusiva dos respetivos interesses.

⁷⁶ Cf. art. 247.º/c) RGA

⁷⁷ Cf. art. 249.º/1/c) RGA *ex vi* art. 247.º/g) RGA.

⁷⁸ Cf. art. 16.º/2 RGA.

⁷⁹ Cf. art. 17.º/2 do RGA. Desde que previsto nos documentos constitutivos é admitido o pagamento em espécie na subscrição (como no resgate; no reembolso das ações; no produto da liquidação e na distribuição de rendimentos). Nesses casos a referida entrada para além de sujeitas às regras valorimétricas aplicáveis aos referidos ativos deverá estar conforme com a PI da SIC e ser aceite pelo/a CA/SG.

⁸⁰ Cf. art. 211.º RGA

⁸¹ Cf. art. 212.º RGA. A convocação, funcionamento e deliberações da AP de OIA fechado regem-se pelo disposto no CSC, com exceção das normas incompatíveis e das matérias especificamente reguladas no RGA.

O direito à informação é adquirido antes de os acionistas verem reconhecido o seu estatuto como tal, sendo que a existência de requisitos de informação a prestar aos investidores, considerando o respetivo estatuto profissional / não profissional e a maior exigência relativa aos investidores não profissionais, reforçou a proteção e tutela não só dos investidores mais vulneráveis, mas do mercado como um todo.^{82|83}

A disponibilização da informação simultaneamente a todos os investidores contribui para a eficácia na formação dos preços.⁸⁴

Para A. Barreto Menezes Cordeiro:

“O funcionamento dos mercados de capitais está intrinsecamente dependente da transparência das atividades aí prosseguidas e da confiança suscitada nos investidores. Numa só palavra: informação. O acesso à informação é apontado como sendo decisivo: as exatas características dos valores mobiliários adquiridos, o modo como se processa a negociação em bolsa ou o estado financeiro dos emitentes são aspetos que deverão ser disponibilizados ao público.”⁸⁵

Sobre a defesa do exclusivo interesse dos acionistas, este é o princípio basilar que norteia toda o espírito da atividade do OIA⁸⁶, materializado num conjunto de deveres dos diversos intervenientes⁸⁷, sendo atribuído à CMVM, a entidade de supervisão, um papel fundamental na garantia do interesse público e da integridade e regular funcionamento do mercado.^{88|89}

A capacidade de influência/ingerência dos participantes na gestão da SIC revela-se tendencialmente pouco material.⁹⁰

Sem prejuízo do que antecede, compete-nos salvaguardar os seguintes casos, nos quais os participantes podem garantir ativamente a sua participação na “vida” da sociedade, mais propriamente: AP⁹¹ e, caso aplicável, nas reuniões do comité consultivo, de forma

⁸² Sobre direito à informação *vide* arts. 7.º 8.º; 11.º; 17.º; 21.º-E; 29.º- F, G, H, J, L, Q e R; 86.º; 93.º; 162.º; 212.º; 257.º - A, B e D; 309.º-N; 312.º; 312.º-H; 315.º; 316.º; 323.º; 350.º-A; 356.º; 368.º-A a E; 378.º; 378.º-A; 379.º-E; 389.º CVM

⁸³ No mesmo sentido *cit.* Ogando, José João de Avillez, 2004.

⁸⁴ Neste sentido *cit.* Santos, Filipa Ferro dos, 2018.

⁸⁵ *Cit.* Cordeiro, A. Barreto Menezes, 2015, p. 278 (*vide* remissão para nota de rodapé na versão integral do texto transcrito).

⁸⁶ Cf. art. 10.º RGA.

⁸⁷ *Vide* Ponto 2.2.4.

⁸⁸ Cremos que o art. 64.º/1/a) RGA materializa a proteção conjunta destes dois interesses jurídicos (interligados).

⁸⁹ Neste sentido *Cit.* Vieira, Ana Isabel, 2016, p.402.

⁹⁰ Não obstante, o legislador não descurou a garantia dos direitos dos participantes, nomeadamente por via das previsões constantes dos arts. 10.º; 65.º/1; 83.º/1 a) /2 a) e b); 104.º RGA.

⁹¹ Na SIC-Hetero, a AG de não se pode pronunciar ou aprovar recomendações sobre decisões concretas de investimento, excetuando-se, as situações em que esteja em causa uma modificação substancial da PI da SIC.

direta, caso seja membro deste órgão, ou indiretamente, nos casos em que seja representado por terceiro nomeado para o efeito.

Às AP são atribuídas as competências que previstas no art. 212.º RGA^{92|93}, sendo por via da participação nas mesmas que os acionistas garantem um dos poderes que lhe assistem.^{94|95}

Finalmente, a qualidade de acionista cessa aquando da extinção das respetivas ações, o que poderá ocorrer no âmbito de uma das seguintes operações da SIC: resgate; reembolso; liquidação ou fusão.

2.2.2. Atividade e Avaliação de Ativos⁹⁶

O objeto dos OIA imobiliários é o investimento dos capitais obtidos junto dos acionistas, no exclusivo interesse dos participantes, em ativos imobiliários, os quais podemos dividir em imóveis *per si*⁹⁷; participações em sociedades imobiliárias⁹⁸; UP de OIA imobiliários⁹⁹ e instrumentos financeiros derivados¹⁰⁰.

A SIC visa gerar rendimento através do/a: compra; venda; arrendamento; outras formas de exploração onerosa e administração de imóveis, incluindo a revenda dos que sejam adquiridos para esse fim, de reabilitação de imóveis, projetos de construção; aquisição e venda de outros direitos sobre imóveis visando a respetiva exploração económica, da realização de obras de melhoramento, ampliação e de reconstrução de imóveis em carteira, bem como a prática de todos os atos necessários à realização do objeto social ou de atividades com este conexas, tudo dentro dos limites, termos e condições definidos para a SIC no RGA e em regulamentos da CMVM.

⁹² Nomeadamente o/a: alteração do RG, salvo quando a referida alteração decorra de disposição legal imperativa ou quando a mencionada competência se encontre atribuída, por via de previsão no próprio RG, à SG (art. 212.º/2/3 RGA); modificação de direitos atribuídos a uma categoria de UP (art. 212.º/5/6 RGA); aumento de capital sob proposta da SG (art. 213.º RGA); redução de capital, cujas condições não decorram de imposição legal e que não se encontrem previstas no RG (art. 214.º/3 RGA) e prorrogação da duração de OIA fechado (art. 215.º RGA).

⁹³ Sobre as normas do CSC aplicáveis *vide* arts. 54.º, 56.º, 57.º, 59.º.

⁹⁴ Neste sentido *cit.* Veludo, Joana Rola de, 2022, p.591-592.

⁹⁵ Sem prejuízo do que referimos prevê o art. 212.º/4 RGA a possibilidade de o RG prever matérias cuja alteração possa ser realizada pela SG, sem necessidade de aprovação em sede de AP, não obstante a garantia dos respetivos direitos de informação.

⁹⁶ Cf. art. 127.º e 128.º RGA.

⁹⁷ Cf. art. 225.º RGA.

⁹⁸ Cf. art. 221.º RGA.

⁹⁹ Cf. art. 222.º RGA.

¹⁰⁰ Cf. art. 223.º RGA.

A composição do OIA imobiliário fechado de subscrição particular encontra-se regulada¹⁰¹, sendo que, por isso, se encontra vinculada ao cumprimento de um conjunto de requisitos¹⁰², os quais passamos a tratar.

O valor dos ativos imobiliários não pode representar menos de dois terços do ativo total da SIC¹⁰³, não obstante, este limite (dois terços), o mesmo não é vinculativo em três situações.

A primeira, no decurso dos primeiros vinte e quatro meses duração da SIC¹⁰⁴; a segunda uma vez decorrido o referido período inicial de vinte e quatro meses de atividade da SIC, onde, por razões de dinâmica da atividade da SIC, o limite (dois terços) poderá ser aferido em relação à média dos valores verificados no final de cada um dos últimos seis meses¹⁰⁵ e a terceira em caso de prorrogação da duração inicial do OIA, situação em que o referido limite é aplicável após seis meses, contados a partir da data do termo da duração inicial, até ao início do último terço da duração da referida prorrogação¹⁰⁶. No entanto, caso haja lugar a nova prorrogação da duração do OIA¹⁰⁷, as referidas exceções não lhe serão aplicáveis.

A CMVM pode, em casos fundamentados pela SG¹⁰⁸, autorizar que os OIA detenham (transitoriamente) uma estrutura patrimonial que não respeite o limite de dois terços^{109.110}.

O RG pode prever que os participantes assumam as dívidas do OIA, incluindo as supervenientes¹¹¹ à sua extinção¹¹², desde se verifique o cumprimento dos seguintes requisitos cumulativos, a saber: deliberação favorável da AP¹¹³ e acordo dos credores.¹¹⁴

¹⁰¹ Cf. art. 21.º RRG.

¹⁰² Vulgo limites.

¹⁰³ Cf. art. 21.º/1 a) RRG *ex vi* art. 19.º/1 a) RRG *ex vi* art. 21.º/1 a) RRG

¹⁰⁴ Cf. art. 21.º/1 b) RRG *ex vi* art. 19.º/5 e 19.º/1 a) RRG.

¹⁰⁵ Cf. art. 21.º/1 b) do RRG *ex vi* art. 19.º/4 e 19.º/1 a) RRG.

¹⁰⁶ Cf. art. 21.º/1 b) do RRG *ex vi* art. 19.º/6 e 19.º/1 a) RRG.

¹⁰⁷ Cf. art. 21.º/1 b) do RRG *ex vi* art. 19.º/7 e 19.º/5/6 RRG.

¹⁰⁸ Somos da opinião que o legislador pretendia incluir no art. 19.º/8 RRG as SIC-Auto, pelo que com a expressão “sociedade gestora” pretende significar “entidade/órgão responsável pela gestão”.

¹⁰⁹ Cf. art. 21.º/1 b) RRG *ex vi* art. 19.º/8 RRG e art. 19.º/1 a) RRG.

¹¹⁰ Como causas justificativas podemos atender, por exemplo, a situações de venda de ativos e subsequente período de prospeção de mercado.

¹¹¹ Cf. art. 21.º/3 a) e b) RRG.

¹¹² Cf. art. 21.º/2 RRG.

¹¹³ Cf. art. 21.º/2 a) RRG.

¹¹⁴ Cf. art. 21.º/2 b) RRG.

Cumpre-nos agora elucidar de que forma e quais os requisitos de valorização dos imóveis na respetiva carteira.¹¹⁵¹¹⁶

Desde que passam a integrar o património da SIC, até que ocorra uma avaliação, nos termos e prazos¹¹⁷ que adiante trataremos, os imóveis são valorizados em carteira pelo respetivo preço de aquisição.

A avaliação dos imóveis é realizada por dois PAI, com uma periodicidade mínima de doze meses, sendo os imóveis valorizados pela média simples dos valores atribuídos pelos referidos dois PAI.

Caso os valores das duas avaliações difiram entre si em mais de vinte por cento, tendo por referência o menor valor, o imóvel será sujeito a uma avaliação realizada por um terceiro PAI, sendo que, nestes casos, o imóvel será valorizado pela média simples dos dois valores de avaliações que sejam mais próximos entre si ou pelo valor da terceira avaliação caso corresponda à média das anteriores.

Em cada avaliação deverá participar pelo menos um PAI que não tenha avaliado o imóvel na avaliação anterior, sendo certo que um imóvel não pode ser avaliado pelo mesmo PAI, nem em mais do que duas datas sucessivas, nem em cada período de quatro anos, em mais do que cinquenta por cento das avaliações.

Não obstante as regras anteriores, outros casos há que poderão dar origem a avaliações extraordinárias, a saber: previamente à aquisição e alienação do imóvel, na medida em que a data da avaliação deve ter sido realizado no máximo nos seis meses anteriores ao referido facto; previamente ao aumento ou redução de capital, a data da avaliação deve ter no máximo de seis meses do referido facto; previamente à fusão ou cisão da SIC imobiliário, a data da avaliação deve ter no máximo de seis meses do referido facto; previamente à liquidação em espécie da SIC, a data da avaliação deve ter no máximo de seis meses da referida liquidação ou quando ocorram circunstâncias que sejam suscetíveis de introduzir alterações significativas ao valor do imóvel¹¹⁸.¹¹⁹

¹¹⁵ Cf. art. 34.º a 40.º RRG.

¹¹⁶ Atendendo à especificidade dos respetivos regimes, *vide* RRG, imóveis adquiridos em regime de permuta, art. 34.º/6 e 7; imóveis prometidos vender, art. 34.º/8; projetos de construção, art. 35.º e, finalmente, reabilitação e obras de melhoramento, ampliação e requalificação de imóveis de montante significativo, art. 36.º.

¹¹⁷ Obrigatoriedade de realização de avaliações aos imóveis a cada doze meses (salvo as exceções que adiante pormenorizaremos).

¹¹⁸ Exemplo, alteração da classificação do solo.

¹¹⁹ Cf. art. 34.º/1/b) a f) RRG.

Compete à/ao SG/CA da SIC, cujo património integre imóveis, atribuir a uma unidade da sua estrutura orgânica o desempenho da função de controlo da atividade dos PAI, em particular, da análise dos relatórios de avaliação elaborados pelos mesmos.¹²⁰

A carteira do OIA imobiliário não pode, “(...) integrar ativos com ónus ou encargos que dificultem excessivamente a sua alienação, nomeadamente ativos: objeto de garantias reais, penhoras ou procedimentos cautelares.”¹²¹

No nosso modesto entendimento a previsão dos referidos ativos não elegíveis encontra a sua génese na necessidade do legislador em acautelar a integridade do valor dos referidos ativos, porquanto os mencionados ónus e encargos, comprometendo a alienação, poderiam impactar negativamente o valor dos mesmos.

A carteira da SIC poderá ser composta, acessoriamente, por liquidez.¹²²

As SIC podem emitir obrigações, aplicando-se o regime constante do CSC, ressalvando-se as necessárias adaptações.¹²³

Uma das alterações introduzidas pelo RGA respeita à exclusão das regras definidas quanto ao património e limites aplicáveis aos OIA imobiliários¹²⁴. Não obstante, o legislador optou por manter as restrições respeitantes à aquisição de imóveis em regime de compropriedade¹²⁵.

O RGA deixou ainda de prever limites expressos quanto ao endividamento para OIA Imobiliários sendo, por isso, aplicáveis, na falta de previsão legal, os “autolimites” definidos na respetiva PI (e alavancagem), constantes do RG.

2.2.3. A gestão da SIC autogerida e SIC heterogerida

Como nota de abertura do presente ponto cumpre-nos acautelar que a estrutura orgânica da SIC é composta pelos mesmos órgãos sociais que se encontram previstos para o referido tipo societário (SA), nomeadamente no que concerne aos modelos governativos¹²⁶, sem prejuízo de serem precavidas as necessárias adaptações.¹²⁷

¹²⁰ Cf. art. 40.º/9 RRGa *ex vi* “Circular com recomendações relativas à elaboração, utilização e validação de relatórios de avaliação de imóveis para efeitos de valorização de imóveis que integram as carteiras de organismos de investimento imobiliário” (12/10/2022).

¹²¹ Cf. art. 226.º RGA.

¹²² Cf. art. 224.º/2 RGA

¹²³ Cf. art. 209.º RGA *ex vi* arts. 349.º/351.º/357.º CSC.

¹²⁴ Cf. arts. 211.º a 215.º RGOIC.

¹²⁵ Cf. arts. 220.º/3 RGA.

¹²⁶ Cf. art. 278.º/1 CSC.

¹²⁷ Nomeadamente no que concerne aos poderes que lhe são atribuídos, a saber: definir a PG, designar o depositário e o auditor e, por último, fiscalizar a atuação da SG.

As SIC, atendendo ao seu caráter profissional e ao tipo de atividade em que se encontram inseridas, nomeadamente, para efeitos de supervisão, encontram-se vinculadas ao cumprimento de requisitos adicionais, materializados, nomeadamente, na exigência de uma estrutura organizativa especializada e compartimentada.¹²⁸

Deixando apenas o leitor com a seguinte visão prévia sobre a gestão da SIC: sem prejuízo da existência do CA, no caso da SIC-Hetero, os poderes de gestão, administração e representação, atribuídos à SG e não ao órgão de administração da própria SIC, a saber CA, porquanto a gestão é externa à própria SIC sendo atribuída à SG, entidade terceira contratada para o efeito.

Ora, resulta da natureza societária das SIC, a obrigatoriedade de existência tanto de um órgão de administração, como de um órgão de fiscalização, aos quais se juntam, no caso das SIC-Hetero, os órgãos de administração e fiscalização das próprias entidades gestoras¹²⁹.

O mesmo não ocorre na SIC-Auto em que a referida gestão se encontra a cargo do próprio CA.

Feitas estas ressalvas permitam-nos, para uma melhor compreensão do leitor, dividir o seguinte ponto em:

a. SIC Autogerida¹³⁰

A SIC que opte pela autogestão passa a ser considerada gestora de ativos¹³¹, à semelhança da SG, encontrando-se vinculada ao cumprimento do regime previsto, quer para a SG¹³², quer para os OIC, quanto a estes últimos, no que concerne às normas da respetiva atividade e funcionamento.¹³³

Apenas é permitido à SIC-Auto gerir o seu próprio património, não podendo, por isso, nem gerir ativos por conta de terceiros, nem exercer atividades adicionais.¹³⁴

A gestão, administração e representação compete ao próprio órgão de administração, mais propriamente, ao CA.

¹²⁸ Cf. arts. 66.º e 104.º a 107.º RGA.

¹²⁹ Cf. arts. 29.º a 33.º RGA. Quanto à SG e respetivos requisitos *vide* (Veludo, Joana Rola de, 2022, p.586-590)

¹³⁰ Regime aplicável vide art. 62.º RGA.

¹³¹ Cf. art. 26.º-H/b) CVM. Ressalvando-se o caso das SG de pequena dimensão.

¹³² Pelo que todas as referências que sejam realizadas na alínea b) *infra*, seja quanto aos requisitos a ser cumpridos pelas SG, seja quanto a respetivos deveres e funções deverão ser lidos, salvo ressalva em sentido oposto, como aplicáveis à SIC-Auto.

¹³³ Cf. art. 63.º a 65.º RGA. *ex vi* art. 62.º/1 a) RGA.

¹³⁴ Cf. art. 62.º/1 b) RGA.

Atendendo às características de governação da SIC-Auto podemos considerar estas as que mais se aproximam do regime previsto para as sociedades anónimas.¹³⁵

Quanto ao CA da SIC, o mesmo será colegial, constituído, no mínimo por dois membros, quer com idoneidade, quer com experiência profissional devidamente comprovadas¹³⁶.

Para Paulo Olavo Cunha, o CA:

*“(...) é o órgão competente para gerir os negócios sociais, tendo a seu cargo a prática de todos os atos que se reconduzem à prossecução do objeto social e os atos de gestão da sociedade (...). Trata-se do órgão de representação da sociedade que atua e cumpre os respetivos direitos e vinculações na realização da atividade social”.*¹³⁷

Sem prejuízo de as SIC-Auto poderem ser comparáveis, no que à respetiva estrutura concerne, ao funcionamento e organização típicos (SA) constantes do CSC, encontram-se sujeitas, ressalvadas as necessárias adaptações, aos requisitos de organização e aos deveres das SG, nas seguintes matérias: ativos geridos e respetivos investidores, o que se materializa, nomeadamente, nas regras de conduta; nos deveres de informação e na delegação de funções.

Finalmente, pelo facto de a respetiva administração, gestão e representação caber aos próprios órgãos de administração (e não a uma entidade terceira) não há lugar ao pagamento de qualquer comissão de gestão, havendo lugar ao pagamento da remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização, assim como, dos demais colaboradores e prestadores de serviços da SIC.

¹³⁵ Cremos que assim é, uma vez que não se verifica, nestes casos, a designação de um terceiro para as funções de gestão, concentrando-se na própria SIC-Auto todos os poderes de administração, gestão e representação, à semelhança do que ocorre “típicamente” nas sociedades anónimas, onde compete ao CA a gestão e administração da sociedade, assim como a representação da mesma.

¹³⁶ Vide arts. 29.º/f) (ex vi art. 9.º/d) do RGA) e g); 64.º/1/ c) a e) RGA ex vi arts. 6.º/3/b e 62.º/1/a) RGA.

¹³⁷ Cit. Cunha, Paulo Olavo, 2021, p. 807.

b. SIC Heterogerida¹³⁸

A SIC-Hetero, apenas pode designar para o exercício da respetiva gestão uma SG de OIA devidamente autorizada¹³⁹ |¹⁴⁰, sendo que a designação deverá ser previamente comunicada à CMVM. É permitido à SG subcontratar as suas funções¹⁴¹, sendo que os documentos constitutivos da SIC deverão identificar as funções que a SG está autorizada a subcontratar. A SG é obrigada a comunicar previamente o referido facto à CMVM, sendo que a subcontratação não pode comprometer a eficácia da supervisão da SG, nem a sua responsabilidade última pela gestão da SIC.¹⁴²

Não obstante se vise que a relação com a SG seja duradoura, idealmente durante o mesmo período de duração da SIC, em determinadas situações, a SG pode ser substituída nas suas funções¹⁴³, desde que o RG acautele essa possibilidade, sendo este um requisito essencial da substituição, na medida em que representa uma alteração significativa dos pressupostos subjacentes ao investimento na SIC, o que justifica igualmente, que a referida substituição da SG seja objeto de comunicação à CMVM.

A relação entre a SIC-Hetero e a SG designada para o exercício da respetiva gestão rege-se por contrato escrito¹⁴⁴.

As SIC-Hetero não deixam de ter órgãos de administração próprios¹⁴⁵, no entanto as funções de gestão propriamente ditas ficam a cargo de uma SG¹⁴⁶, cabendo ao órgão de administração da SIC a definição da PG e a fiscalização da referida SG designada.¹⁴⁷

¹³⁸ Cf. art. 62.º RGA.

¹³⁹ Quanto à categoria, a SG pode ser, grande ou pequena dimensão, consoante os respetivos ativos sob gestão excedam ou não, respetivamente, 100.000.000€ e incluam ativos adquiridos através de recurso ao efeito de alavancagem ou 500.000.000€ e não incluam ativos adquiridos através do recurso ao efeito de alavancagem (em relação aos quais não existam direitos de reembolso que possam ser exercidos durante um período de cinco anos a contar da data de investimento inicial). Relativamente à atividade de gestão de OIA, prevê-se um procedimento simplificado de autorização, para as SG de pequena dimensão.

¹⁴⁰ Relativamente à SG *vide* arts. 22.º a 59 RGA, com especial relevância, o art. 29.º, o qual prevê os requisitos gerais da mesma, a saber: adota o tipo de SA; tem por objeto exclusivo o exercício das atividades previstas no art. 28.º, dispõe de sede e administração central e efetiva em Portugal; dispõe de um capital social inicial mínimo, integralmente subscrito e realizado na data da constituição; dispõe de fundos próprios não inferiores aos previstos no art. 31.º; os membros dos órgãos de administração e de fiscalização e os titulares de participações qualificadas observam os requisitos de adequação previstos no RGA; a direção de topo (*vide* art. 9.º/d) RGA) é composta por, pelo menos, duas pessoas.

¹⁴¹ Cf. arts. 70.º e 71.º RGA

¹⁴² Nomeadamente para emitir instruções à entidade subcontratada ou cessar a subcontratação quando o interesse dos participantes assim o exija.

¹⁴³ Cf. art. 72.º n.º 5 do RGA.

¹⁴⁴ Cf. art. 62.º/4 RGA. Para uma leitura mais completa sobre o contrato de gestão de carteira *vide* Cordeiro, A. Barreto Menezes Cordeiro, 2020.

¹⁴⁵ Os quais podem constituir órgãos consultivos, competentes e especializados em certas matérias, a saber: comissões ou comités de investimento, internos à Sociedade.

¹⁴⁶ Cf. art. 63.º RGA.

¹⁴⁷ Cf. art. 62.º/3 (2.ª Parte) RGA.

Nestes casos¹⁴⁸, podemos verificar um consequente esvaziamento da função gestora do âmbito das competências do órgão de administração da SIC, o qual se encontra compelido a assumir uma função de orientação geral, o que encontra paralelismo nas funções desempenhadas pelo conselho geral e de supervisão das SA que adotam o modelo de administração dualista¹⁴⁹.

Compete-lhe a definição da PI, PG e a fiscalização da SG, sendo que as competências e atribuições conferidas ao CA encontram-se limitadas legalmente¹⁵⁰ e pelas atribuições e competências atribuídas aos demais órgãos da SIC e à SG¹⁵¹, não podendo em concreto ser exercidas quando incompatíveis com o regime jurídico aplicável. Compete ainda à SIC-Hetero a designação do depositário e do auditor.¹⁵²

A quase “duplicação”¹⁵³ de órgãos societários (administração e fiscalização) revelar-se-á relevante para efeitos de eventual aferição de responsabilidade pelo cumprimento das obrigações e deveres que lhe sejam legal e contratualmente atribuídas, porquanto, conforme melhor iremos abordar no Ponto 2.2.6, *infra*, dela resultará a responsabilidade solidária perante os acionistas.¹⁵⁴

Em resumo:

Um dos aspetos centrais do estatuto jurídico das SIC prende-se com o modo de exercício da sua gestão (auto ou heterogestão).^{155 | 156 | 157}

Para Ana Isabel Vieira:

“(...) a estrutura de gestão que se estabelece entre as sociedades de investimento colectivo heterogeridas e a sua entidade gestora acaba por se identificar em grande medida com a relação que se estabelece entre os fundos de investimento e a respectiva entidade gestora. Não pode deixar de se assinalar, contudo, que a possibilidade de as sociedades de investimento colectivo (autogeridas) poderem

¹⁴⁸ Em que é designada uma entidade terceira para assumir as funções de gestão.

¹⁴⁹ Cf. art. 278.º/1 c) CSC.

¹⁵⁰ Nomeadamente convocação de reuniões da AG da SIC.

¹⁵¹ Cf. art. 63.º RGA.

¹⁵² Cf. art. 62.º/3/4 RGA.

¹⁵³ Expressão nossa com o objetivo de ilustrar a realidade descrita. No entanto, não pretendemos induzir o leitor em erro, na medida em que se tratam de dois órgãos de administração distintos, relativos a duas entidades distintas (a SIC e a respetiva SG) e, às quais, pela especificidade atribuída do regime jurídico são atribuídas funções e competências distintas.

¹⁵⁴ Cf. art. 62.º/5 RGA.

¹⁵⁵ Cf. art. 61.º/1 RGA.

¹⁵⁶ O tópico avançado no presente parágrafo será desenvolvido com maior pormenor no Ponto 2.2.5 *infra*.

¹⁵⁷ De referir que os documentos constitutivos podem prever a alteração ao tipo de gestão, aplicando-se os procedimentos relativos à substituição de SG ou à constituição de SIC-Auto, consoante os casos, mais propriamente, desde que autorizada pela CMVM, mediante parecer favorável do depositário, cf. art. 61.º/2 RGA.

exercer directamente a sua gestão é totalmente negada aos fundos de investimento, nisto se configurando como elemento distintivo e inovador no panorama dos OIC.”

158

Compete ao órgão de administração da SIC¹⁵⁹, um conjunto de funções, que se subdividem em funções de: gestão (de investimentos e de risco); administração (prestação de serviços jurídicos e de contabilidade; análise e esclarecimento das questões e reclamações dos acionistas; avaliação da carteira, determinação do valor das ações e emissão de declarações fiscais; cumprimento e controlo da observância das normas aplicáveis, assim como dos documentos constitutivos da SIC; registo dos acionistas; distribuição de rendimentos; emissão, resgate ou reembolso de ações; registo e conservação de documentos) e representação.

Não obstante a SIC-Hetero dispor de CA, estas funções são contratadas e, nesse contexto, atribuídas a uma entidade terceira, denominada de SG.¹⁶⁰

Esta é a diferença fulcral que distingue as SIC-Auto das SIC-Hetero.

No âmbito do exercício das respetivas funções compete ao órgão ou entidade designada para a administração uma remuneração, mais propriamente, no caso da SIC-Auto, a remuneração dos administradores, deliberada pelos acionistas, nos termos previstos para as sociedades anónimas, conforme art.399.º/1 CSC¹⁶¹ e no caso da SIC-Hetero é deliberada, pelos participantes, uma comissão de gestão¹⁶².

2.2.4. Intervenientes

A SIC depende, para a prossecução da sua atividade, de uma estrutura composta por diversos intervenientes, os quais optamos por dividir como internos e como externos.

¹⁵⁸ Cit. Vieira, Ana Isabel, 2016, p. 404-405.

¹⁵⁹ Cf. arts. 62.º e 63.º RGA.

¹⁶⁰ Cit. Vieira, Ana Isabel, 2016, p. 404, defende que “A possibilidade de uma sociedade entregar a outra a gestão da sua actividade não é totalmente inédita. Recordamos o regime do contrato de subordinação, regulado nos arts. 493.º e ss. CSC, mediante o qual «uma sociedade, pode, por contrato, subordinar a gestão da sua própria actividade à direcção de uma outra sociedade, quer seja sua dominante, quer não»”.

¹⁶¹ Aplicando-se o mesmo critério para os membros do órgão de administração da própria SIC, ainda que heterogerida. O referido normativo prevê igualmente, tendo em vista a fixação quantitativa da remuneração dos administradores, alternativamente à deliberação em AG da própria remuneração, a deliberação da constituição de uma Comissão de Remunerações.

¹⁶² Cf. art.68.º-69.º, 119.º-122.º RGA. Trata-se da contrapartida sinalagmática do dever de gerir de acordo com RG e com a PI. À semelhança do que prevê o art.399.º/2 CSC, pode a referida remuneração ser constituída por componente variável, a qual, neste caso, será calculada, em função do desempenho do OIC. A comissão, definida no contrato de gestão com a SG, assim como no RG, para efeitos de definição de encargos da SIC, constitui um encargo próprio do OIA e não direto dos acionistas.

Os intervenientes internos são: o órgão de gestão (com especial relevância no caso da SIC-Auto); a SG (no caso da SIC-Hetero)¹⁶³ |¹⁶⁴ e os acionistas.

Quanto aos intervenientes externos consideremos: o Depositário¹⁶⁵; o(s) PAI¹⁶⁶; as Entidades Comercializadoras¹⁶⁷; os Auditores¹⁶⁸ e, caso aplicável, outras entidades subcontratadas.¹⁶⁹

Finalmente, no que a este ponto respeita, ainda que fazendo a devida separação atendendo à especificidade da respetiva atuação, consideremos ainda como interveniente externo, a CMVM, entidade de supervisão.¹⁷⁰

2.2.5. Deveres da Sociedade Gestora da SIC Heterogerida e do órgão de administração da SIC Autogerida

Como nota prévia do presente ponto cumpre-nos relembrar que, por via da previsão constante da alínea a) do n.º 1 do art.º 62 RGA¹⁷¹, a SIC-Auto está sujeita “(...) às normas que regem a atividade da sociedade gestora (...)”, constantes do RGA.¹⁷²

Seguindo o entendimento de A. Barreto Menezes Cordeiro¹⁷³:

“O dever de atuar no interesse do cliente, com toda a carga jurídica e social associada, corresponde, na prática, ao mais conhecido dever de lealdade. O dever de lealdade, por sua vez, distingue-se em dever de lealdade positivo e dever de lealdade negativo. O primeiro impõe ao intermediário financeiro a obrigação de atuar no melhor interesse do cliente, concretizando-se o segundo na obrigação de

¹⁶³ Atendendo, à possibilidade de SG não existir, como ocorre no caso da SIC-Auto, optamos por enquadrá-la no presente grupo.

¹⁶⁴ Cf. art. 66.º RGA. A SG encontra-se vinculada ao cumprimento interno de requisitos organizacionais, nomeadamente, por via da definição de uma estrutura com segregação funcional de áreas, meios humanos, técnicos e materiais, nomeadamente nas seguintes áreas: risco; *compliance*; contabilidade/financeiro; gestão de ativos, as quais se encontram vinculadas ao cumprimento de requisitos de separação de funções, por forma a assegurar o cumprimento das regras relativas aos conflitos de interesses, adequando os requisitos das respetivas funções, às exigências impostas pela gestão profissional, assim como pela dimensão e complexidade da atividade exercida.

¹⁶⁵ Cf. art. 130.º a 135.º RGA. A relação com o Depositário é celebrada por contrato escrito, sendo que a designação do mesmo pode ser dispensada por OIA geridos por SG de Pequena Dimensão, desde que os dirigidos exclusivamente a investidores profissionais. Sobre o depositário, *vide* Cordeiro, A. Barreto Menezes, 2017.

¹⁶⁶ *Vide* Lei n.º 153/2015, de 14/09.

¹⁶⁷ Cf. art. 141.º a 143.º, todos do RGA.

¹⁶⁸ Cf. art. 139.º do RGA.

¹⁶⁹ Cf. arts. 70.º, 71.º, 74.º e 136.º RGA.

¹⁷⁰ Cf. art.352.º a 377.º-C do CVM e Estatutos da CMVM.

¹⁷¹ Conjugadamente com o Art. 6.º/3 b) do RGA.

¹⁷² Pelo que solicitamos ao leitor que considere, com exceção das necessárias ressalvas que acautelaremos, que todos os deveres que sejam imputáveis à SG da SIC-Hetero serão, analogicamente aplicáveis, ao CA da SIC-Auto.

¹⁷³ Cordeiro, A. Barreto Menezes, 2019-a), pg. 3

não colocar os interesses próprios ou os interesses de terceiros à frente dos interesses do cliente. O dever de lealdade negativo materializa-se, por exemplo, nos vários deveres relativos a conflitos de interesses e na proibição de obtenção de benefícios ilegítimo. O dever de lealdade positivo materializa-se, por seu lado e a título exemplificativo, no dever de adequação.”¹⁷⁴

Partindo desta conceção, a qual tomamos a liberdade de subscrever, podemos aferir, no que aos deveres de administração e gestão concerne, que a/o SG/CA encontra(m)-se vinculada(s) a uma obrigação de meios e não de resultados.¹⁷⁵

A/O SG/CA não se vincula à produção de um resultado concreto, mas a prosseguir uma atuação no sentido de alcançar um determinado resultado, obrigando-se a praticar um conjunto de atos de gestão¹⁷⁶, por conta dos participantes e no interesse exclusivo destes, visando a prossecução do interesse social e pautando a sua atuação por um “elevado grau de competência, cuidado e diligência”.¹⁷⁷

Permitindo-nos fazer uma breve incursão às normas do RGA relativas aos deveres¹⁷⁸ da/o SG/CA, destacamos: atuar de modo independente e no exclusivo interesse dos participantes¹⁷⁹¹⁸⁰; gestão do investimento e do risco; administração do OIA¹⁸¹; exercer

¹⁷⁴ Sobre “As origens do dever de adequação” cit. Cordeiro, A. Barreto Menezes, 2019 – a), p. 4-8.

¹⁷⁵ Neste sentido cit. Cordeiro, A. Barreto Menezes, 2019 – a). O que distingue a obrigação de meios, da obrigação de resultados é que na primeira o devedor (para o nosso estudo leia-se Gestor) obriga-se a tentar adequadamente um determinado resultado, por via da prática dos atos adequados à produção do referido resultado e na segunda o devedor obriga-se a lograr o referido resultado.

¹⁷⁶ Entre outros, conforme adiante trataremos, vide elenco do art. 63.º RGA.

¹⁷⁷ Cf. art. 64.º/1 c) RGA. Espelha o versado no art. 64.º CSC, segundo o qual o Gestor deve, para além de possuir a competência técnica e os conhecimentos adequados para o exercício do respetivo cargo, atuar leal e cuidadosamente, seguindo os padrões de diligência de um *gestor criterioso e ordenado*, visando a prossecução dos interesses da sociedade. Estando perante uma cláusula geral deverá ser aplicada, atendendo ao contexto e requisitos de cada caso, sendo certo que a análise do mesmo se subsume à verificação (caso a caso) do cumprimento dos critérios de racionalidade financeira, por via da ponderação conjugada dos interesses da sociedade, dos acionistas, dos *stakeholders* e dos credores. Neste sentido cit. Cunha, Paulo Olavo, 2021, p. 889-893.

¹⁷⁸ Elenco previsto no art. 64.º RGA.

¹⁷⁹ Cf. art. 10.º do RGA.

¹⁸⁰ Cf. art. 65.º RGA. Sem prejuízo do que até aqui foi dito, prevê o art. 64.º/3 RGA que, não obstante, regra geral, os participantes em OIA não possam beneficiar de tratamento preferencial, o mesmo pode ocorrer quando tal facto seja divulgado (legitimado) nos respetivos documentos constitutivos.

¹⁸¹ Materializado através das previsões do art. 63.º RGA, a saber: prestação de serviços jurídicos e de contabilidade; esclarecimento e análise das questões e reclamações dos participantes (*vide* art. 67.º RGA); avaliação da carteira, determinação do valor das UP e emissão de declarações fiscais; cumprimento e controlo da observância das normas aplicáveis e dos documentos constitutivos dos OIA; registo dos participantes; distribuição de rendimentos; emissão, resgate e/ou reembolso das UPs; procedimentos de liquidação e compensação, incluindo o envio de certificados; registo e conservação de documentos; comercialização das UPs dos OIA sob gestão; gestão das instalações do OIA e prestação serviços de administração imobiliária (nomeadamente a escolha dos PAI, cf. art. 40.º/1 RRG); aconselhamento de empresas sobre a sua estrutura de capital, estratégia comercial e assuntos conexos e, finalmente aconselhamento e serviços na área das fusões e aquisições de empresas e outros serviços relacionados com a gestão do OIA e das empresas e outros ativos em que o mesmo tenha investido.

a sua atividade com honestidade e equidade; atuar com elevado grau de competência, cuidado e diligência; dispor e aplicar eficazmente os recursos e os procedimentos adequados ao conveniente desempenho das suas funções¹⁸²; evitar conflitos de interesses¹⁸³ e, caso estes sejam inevitáveis, assegurar que os organismos de investimento coletivo geridos e os respetivos participantes são tratados equitativamente; de organização¹⁸⁴ e, finalmente, observar todos os requisitos legais e regulamentares aplicáveis à sua atividade.¹⁸⁵

À semelhança do que ocorre com o CA da SIC-Auto, no caso da SIC- Hetero, a SG tem a competência e capacidade para agir em representação da SIC¹⁸⁶, competindo-lhe, e sendo responsável, “(...) pela exteriorização da vontade dos OIC e pela sua administração (...)”.¹⁸⁷

Podemos, assim, dividir a competência do/a CA/SG em: externa (vinculação), respeitante ao poder de representação face a terceiros e interna (administração), relativa ao poder face aos outros órgãos da própria sociedade (decisória).

No âmbito de atuação das competências anteriormente referidas, o/a CA/SG não atua em nome próprio, mas em nome da SIC, pelo que as competências que lhe são atribuídas implicam, ainda que em âmbitos diferentes, a representação da SIC (e não aos acionistas).¹⁸⁸

A/O SG/CA tem o dever de praticar atos tendentes à valorização do OIA, respeitando e cumprindo a PI e conformando-se com a política definida para o OIA, prevista no RG. Não obstante, entendemos que compete à/ao SG/CA dotar a SIC, no âmbito das respetivas funções, dos meios necessários no sentido de prosseguir o plano de investimento e assim lograr a sua valorização.

¹⁸² *Modus faciendi*.

¹⁸³ Cf. art. 76.º e 83.º RGA.

¹⁸⁴ Cf. art. 66.º RGA.

¹⁸⁵ Finalmente, no contexto de referida atividade e, na qualidade de intermediária financeira, encontra-se a SG vinculada, nos termos do art. 64.º/4 RGA, ao dever de segredo profissional nos termos previstos para o segredo bancário. Para um estudo mais aprofundado sobre o segredo bancário *cit.* Abreu, Luís Vasconcelos, 2021.

¹⁸⁶ Competindo os referidos poderes ao CA, no caso da SIC-Auto. No que concerne ao poder de representação (vulgo competência externa) estão os mesmos tendencialmente concentrados no referido órgão de representação (salvo situações de delegação de poderes/mandatos de representação), materializando-se na vinculação da SIC perante terceiros, pelo que tendo em vista acautelar a proteção de credores/terceiros, não são os próprios acionistas a representar a SIC.

¹⁸⁷ Neste sentido, *cit.* Veludo, Joana Rola de, 2022, p.605-606.

¹⁸⁸ Por isso, estes poderes de representação não podem, tendo em vista a proteção de tráfego jurídico (proteção de terceiros), ser limitados. Vejamos que os terceiros têm, por exemplo, de poder confiar que os administradores dispõem, legítima e ilimitadamente, do poder de representação.

A prossecução deste interesse social, o qual admitimos ser o fim da própria sociedade, legitima a necessidade de o legislador, levando este interesse a um cômputo mais alargado, por via de critérios gerais de bom governo das sociedades, garantir (ainda que indiretamente) os interesses não só dos acionistas, mas também dos credores e demais *stakeholders* da SIC, resultando, à semelhança do que ocorre no CSC, na previsão constante do art. 64.º RGA.¹⁸⁹

Enquanto gestor criterioso e ordenado deve o mesmo agir segundo padrões de profissionalismo, responsabilidade, ponderação, racionalidade económica, de forma livre e consciente, no processo de tomada de decisões, o que, na prática, consubstancia os deveres de cuidado que devem reger o Gestor no exercício da sua função.

Ora, sufragamos este entendimento, na medida em que cremos que o que estará aqui em causa será, permitam-nos a analogia, a aplicabilidade ao CA/SG de uma *investment judgment rule*, mais propriamente, a aplicação do art.72.º/2 CSC¹⁹⁰, adaptado ao contexto da gestão/administração da SIC, ou seja, será necessário descortinar se o gestor da SIC agiu de forma informada e livre de conflitos de interesses, respeitando-se, claro está, na análise do caso concreto, o contexto de discricionariedade da gestão.

E esta discricionariedade (que cremos ser) própria da gestão, encontra-se de alguma forma limitada? Ora, a discricionariedade ocorre quando determinadas decisões, ficam entregues ao critério do gestor, tendo o mesmo a liberdade de escolha, dentre um universo de diversas possibilidades, elegendo a opção, que de acordo com os dados e informações disponíveis no momento da decisão, considera a que será (pelo menos potencialmente) a melhor e que trará mais benefícios à sociedade, no caso, à SIC.

A atividade de gestão comporta risco, sendo certo que não seria possível ao legislador prever e, por conseguinte, acautelar todas as possibilidades de ocorrências da atividade prática, pelo que, no sentido de precaver esta dita “discricionariedade” apenas lhe seria possível a definição de critérios gerais de atuação.

¹⁸⁹ Conjugadamente com a aplicação analógica, com as necessárias adaptações, do art.º 64.º CSC. O conceito de diligência que consta do referido normativo equipara-se (não obstante mais rigoroso) ao critério do “*bonus pater familiae*” previsto no art.º 487.º CC, o qual enquanto craveira abstrata, não atende às características pessoais do devedor, mas antes às características médias atendíveis. Tal como ocorre aqui onde deve ser atendido um critério médio aplicável a um “gestor criterioso e ordenado”.

¹⁹⁰ Como causa de exclusão de culpa. “Com tal preceito, terá o legislador procurado transpor para o direito português o que nos EUA é conhecido como «*business judgment rule*», ou seja, a regra segundo a qual as decisões dos administradores, no espaço da discricionariedade da gestão, se presumem corretas, cabendo a quem queira responsabilizá-los pelas consequências das mesmas provar que elas violaram algum dos deveres a que os administradores estão obrigados.” cit. Duarte, Rui Pinto, 2018, p.82.

Assim, o gestor da SIC encontra a discricionariiedade própria da sua função limitada por princípios gerais reguladores da atividade da gestão de ativos, de que são exemplo, imparcialidade, equidade, honestidade, competência, cuidado e diligência.¹⁹¹

No que à imparcialidade na gestão das SIC concerne, a par dos conflitos de interesses externos que o legislador pretende acautelar, importa igualmente ressaltar a eventualidade de existência de conflitos de interesses internos à própria sociedade.

Uma das principais questões que se levanta quanto ao governo das SIC é o afastamento entre os acionistas e a SG/CA¹⁹² e o conseqüente risco de prossecução, pela/o mesma/o dos interesses estratégicos da SIC, nomeadamente por via da predileção de interesses de entidades consigo relacionadas, em detrimento dos interesses dos acionistas da SIC.

Ora, este desalinhamento de interesses tem a sua origem no facto de existir entre a/o SG/CA e os acionistas da SIC, uma relação fiduciária, a qual podemos remeter à problemática da separação entre propriedade e gestão.¹⁹³

Assim, podemos aferir que a discricionariiedade do gestor se encontra limitada, quer por via de imposições do ordenamento jurídico¹⁹⁴, quer por via de imposições de exigência do bem comum e regular funcionamento do mercado, da ética e dos demais princípios que regem a gestão de ativos.¹⁹⁵

Mais entendemos que compete a ambas, quer se trate do próprio órgão de gestão da SIC, quer se trate da SG, dotar a SIC dos meios necessários no sentido de prosseguir o plano de investimento e assim lograr a sua valorização.

No que concerne à figura da SG, conforme vimos acima, a sua principal função é a administração de organismos de investimento coletivo no exclusivo interesse dos participantes¹⁹⁶, sendo certo que o legislador lhe atribui, por via das funções de administração, está em causa um verdadeiro dever de lealdade e cuidado com elevados

¹⁹¹ Constantes do suprarreferido elenco art. 64.º RGA, assim como, por exemplo do art.10.º RGA.

¹⁹² Ressalvada a exceção prevista no ponto anterior de os acionistas da SIC-Auto poderem pertencer ao órgão de gestão.

¹⁹³ Esta problemática denominada de “Teoria de Agência” (custos), materializa-se em termos nas questões que surgem com a separação entre propriedade e controlo, característica da gestão de ativos, as quais podem ser ocasionadas pela assimetria de informação; pelas diversas preferências de risco que existem entre os acionistas e os gestores (agentes), aos quais é delegado o poder de decisão e que nesse âmbito, podem gerir os recursos da sociedade não no interesse do acionista (o qual visa o lucro e a valorização da sua participação), privilegiando interesses divergentes. Esta virtualidade faz-se acompanhar da necessidade de o acionista monitorizar os “Gestores”, por forma a garantir o cumprimento e prossecução dos seus interesses. Para um estudo mais aprofundado sobre o tema, cit. Serrão, José Maria, 2003.

¹⁹⁴ Por exemplo, no art. 64.º n.º 1 alínea f) RGA.

¹⁹⁵ Arts. 64.º e 72.º CSC *ex vi* art. 64.º RGA.

¹⁹⁶ Cf. art. 10.º RGA.

padrões de diligência profissional, segundo critérios de um gestor criterioso e ordenado, sempre no interesse dos participantes.¹⁹⁷

Em suma, enquanto o dever de gestão é a obrigação de prestação característica que advém do contrato, o dever de lealdade, consubstancia-se como um dever acessório de conduta no exercício da referida função.

2.2.6. Regime de responsabilidade

Compete à SG (SIC-Heterogeridas) ou ao CA (SIC-Auto), atuar de forma independente e de acordo com os padrões de diligência profissional, visando cumprir o interesse dos Participantes, quer coletivamente, quer individualmente considerados, através da observação e cumprimento das normas regulamentar e legalmente previstas.¹⁹⁸

Estando sob a alçada da entidade de supervisão da CMVM¹⁹⁹, as SIC²⁰⁰ encontram-se inseridas num contexto de supervisão contínua²⁰¹ e supervisão prudencial²⁰².²⁰³

O papel da entidade de supervisão revela-se uma extrema importância na concretização do regime de responsabilidade, porquanto a CMVM dispõe de amplas competências de autoridade pública que lhe conferem os poderes para adotar determinados procedimentos, de que são exemplo a emissão de regulamentos e pareceres genéricos²⁰⁴, fiscalização do cumprimento da lei e dos regulamentos, e nesse contexto, formular recomendações, difundir informações, assim como instruir processos contraordenacionais e punir as infrações que se encontrem no âmbito das suas atribuições.

O RGA acautela que “(...) quando (...) sejam constituídos deveres ou imputadas atuações a:”²⁰⁵ “Sociedade gestora, deve entender-se como incluindo enquanto sujeito do dever ou objeto de imputação a sociedade de investimento coletivo autogerida.”²⁰⁶

¹⁹⁷ O que justifica a importância do contrato de gestão da SIC-Hetero.

¹⁹⁸ Conforme vimos no ponto anterior por via da interpretação conjugada do Art. 64.º do RGA e (a aplicação analógica, ressalvadas as necessárias adaptações) dos arts. 64.º e 72.º CSC.

¹⁹⁹ Cf. arts. 358.º a 377.º-C CVM.

²⁰⁰ Cf. art. 359.º CVM.

²⁰¹ Cf. art. 362º CVM

²⁰² Cf. art. 363.º CVM

²⁰³ Neste sentido, cit. Veludo, Joana Rola de, 2022, p.568-569.

²⁰⁴ Os quais sendo atos sem conteúdo normativo próprio visam esclarecer e orientar a prática dos agentes do mercado.

²⁰⁵ Cf. art. 6.º/3 RGA

²⁰⁶ Cf. art. 6.º/3/b) RGA

Na SIC-Auto²⁰⁷ verificamos que o regime de responsabilidade que lhe é aplicável é o que mais se aproxima do “regime tradicional”²⁰⁸ desenhado para os órgãos de administração das sociedades anónimas.²⁰⁹

O RGA alterou o regime de responsabilidade^{210|211}, prevendo, quanto aos membros dos órgão de administração e fiscalização da SIC-Hetero²¹², a responsabilidade solidária (entre si) pelo incumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres de designação do depositário e do auditor, definição da PG²¹³ e fiscalização a atuação da SG²¹⁴ e, por outro lado, a responsabilidade solidária com a SG pelo(s) dano(s) que não se teria(m) produzido se tivessem sido cumpridos os respetivos deveres de fiscalização.

A violação dos deveres de gestão e de lealdade²¹⁵ gera responsabilidade civil²¹⁶ nos termos do art. 72.º/1 CSC²¹⁷.

²⁰⁷ Enquanto sociedade cujos poderes de gestão e administração se encontram atribuídos ao próprio CA, diferentemente do que ocorre com a SIC-Hetero.

²⁰⁸ Expressão nossa.

²⁰⁹ Interpretação conjugada do art. 62.º RGA e arts. 64.º e 72.º CSC. Cit. Pinto, Filipa Nunes, 2015.

²¹⁰ Deixando de prevê-lo autonomamente.

²¹¹ O regime de responsabilidade constante do RGOIC previa a responsabilidade solidária dos membros dos órgãos de administração e fiscalização do OIC, sob a forma societária, perante os participantes e perante o OIA, pelo incumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres legais e regulamentares aplicáveis e das obrigações decorrentes dos documentos constitutivos do mesmo, assim como, no caso dos OIC, sob a forma societária, heterogeridos, a responsabilidade solidária, dos membros dos órgãos de administração e fiscalização do mesmo, da entidade que tenha sido designada para a gestão, bem como dos respetivos membros dos órgãos de administração e fiscalização, perante os participantes e perante o OIA, pelo incumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres legais e regulamentares e das obrigações decorrentes dos documentos constitutivos, aplicáveis à entidade gestora.

²¹² Cf. art. 62.º/5 a) e b) RGA

²¹³ Responsabilidades estas imputáveis igualmente ao CA da SIC-Auto, por via da aplicação conjugada do art. 62.º/1 a) RGA com o normativo na nota de rodapé anterior.

²¹⁴ Nestes casos, somos da opinião que a SIC não poderá demandar a SG em ação de responsabilidade pelo incumprimento de deveres, sob pena de abuso de direito (art.º 334 do C.C.), na modalidade de *venire contra factum proprium*. Mais propriamente, cremos que a SIC conformando-se com atuação da SG ou incumprindo os respetivos deveres de fiscalização não poderá demandar a SG por danos decorrentes da referida atuação.

²¹⁵ Cf. art. 64.º RGA.

²¹⁶ Para efeitos de responsabilidade civil cremos ser necessária a aplicação conjugada dos seguintes arts. do CC: 483.º (violação dos deveres de cuidado e de diligência e respetivo nexa de causalidade com o dano verificado); 799.º/1 (culpa presumida, porquanto se tratam de profissionais da atividade de gestão de ativos, cabendo ao gestor o ónus da prova de que agiu sem culpa) e 566.º/3 (para efeitos de quantificação do dano, nomeadamente quanto a eventuais lucros cessantes). No caso de um determinado negócio que poderia ser concretizado, será necessário o recurso critérios de equidade. Atentemos que o dinamismo da atividade de gestão de ativos não possibilita a quantificação dos danos, logo da indemnização, pelo que os referidos juízos de equidade atuam com base em juízos de prognose do normal funcionamento do mercado.

²¹⁷ A estatuição do art. 72.º/2 CSC é a exclusão da responsabilidade civil. No que concerne à previsão normativa, a mesma é constituída por três elementos, a saber: atuação em termos informados (tendo de haver um mínimo de informação por detrás da decisão empresarial), sem conflito de interesses (a atuação tem de ser livre de quaisquer interesses pessoais, o que se interliga igualmente com os deveres de lealdade) e racional (fundamentação da tomada de decisão em argumento racional). Então como é que apuramos a responsabilização do administrador? Em primeiro lugar será necessário identificar o dever de gestão e, em segundo lugar será necessário identificar a violação do anteriormente identificado dever de gestão e, por fim será necessário certificar que não haja um dos requisitos do referido normativo que não esteja preenchido, por forma a que não seja possível a aplicação da estatuição normativa da exclusão da responsabilidade. A *ratio legis* desta norma é a

Vejamos que para além da responsabilidade dos administradores perante a SIC, pode haver lugar a responsabilidade perante sócios ou perante credores (quando se violem normas de proteção de terceiros credores).²¹⁸

Por fim, temos também como possível sanção, a destituição com justa causa, quer do CA da SIC-Auto, quer da SG da SIC-Hetero.²¹⁹ |²²⁰ |²²¹

No sentido de mitigar os potenciais efeitos destes riscos é possível aos administradores, para além da entrega caução legalmente prevista²²², a celebração de seguros de responsabilidade profissional, delineados concretamente para as especificidades das funções de direção e administração, os denominados *D&O Insurance*.²²³

O RGA²²⁴ estabelece o princípio da autonomia patrimonial da SIC, sendo que a mesma não responde pelas dívidas dos acionistas, das entidades que asseguram as funções de gestão, depósito e comercialização, ou de outros OIA.

Pelo exposto, pelas dívidas e pelo incumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres legais e regulamentares e das obrigações decorrentes dos documentos constitutivos aplicáveis à SG da SIC-Hetero responde somente o património do OIA.

não responsabilização dos administradores, no sentido de evitar situações de uma quase que aversão ao risco empresarial, isto porque, a responsabilização dos administradores poderia colocar em causa a iniciativa privada o que poderia resultar num impacto negativo no desenvolvimento económico. Por regra, a exclusão da responsabilidade reporta-se ao dever de cuidado e não o dever de lealdade, sendo certo que este último será sempre violado, caso o Gestor não aja, visando o interesse da sociedade.

²¹⁸ Aplicação analógica dos arts. 78.º a 80.º CSC. Quanto aos órgãos de fiscalização e ROC *vide* arts. 81.º/82.º CSC.

²¹⁹ Consideremos a aplicação analógica, do regime do mandato, às sociedades comerciais (arts. 1155.º-1179.º, CC *ex vi* arts. 164.º/1 e 987.º/1 CC) – em ambos a reiterada prática de atos ilícitos pode resultar na extinção (resolução) da relação contratual (por justa causa) – mais propriamente, por via da verificação de vicissitudes que tornem inexigível a manutenção da relação contratual. No caso, a SG/CA praticando sistematicamente operações contra previsto no RG e PI, para além de tornar inexigível a manutenção da relação contratual, confere aos participantes dos OIA fechados (*praeter legem*) o direito ao resgate (desfazer de participação por justa causa). No caso específico da SG falamos, com maior rigor, em substituição. Tomemos como exemplo uma situação sistemática reiterada e grave de violação reiterada das obrigações da SG pode haver lugar a substituição com a qual SG não concorda, porquanto não tem a mesma vontade. Ora neste caso, o regime da resolução não seria possível, porque a extinção da relação levaria a que SIC deixasse (ainda que transitoriamente) de ter SG. Neste caso de extinção de relação quando a sua continuidade não seja exigível a uma das partes (resolução), seria impreterível, quer a substituição da SG, quer a respetiva autorização da CMVM (com eventuais consequências para esta pelo incumprimento), pelo que estamos perante uma resolução substitutiva. Outro caso seria a gestão sistemática da SG contra as previsões do RG ou da PI, a qual poderia impactar comissões devidas, sendo que caso se verificasse que gestão tivesse sido sucessivamente incumprida (cumprimento defeituoso pela SG), tratando-se de incumprimento parcial poder-se-ia aplicar a redução *pro rata* das comissões que lhe fossem devidas.

²²⁰ Sobre a substituição da SG cit. Coelho, Pedro Simões e Orlando Vogler Guiné, 2016.

²²¹ Sobre a perda de idoneidade órgãos de administração cit. Roque, Miguel Prata, 2019.

²²² Cf. art. 396.º CSC. Quanto ao órgão de fiscalização e ROC *vide* art. 418.º-A CSC.

²²³ Para um conhecimento mais aprofundado sobre o *D&O Insurance* cit. Ramos, Maria Elisabete, 2017 e 2020.

²²⁴ Art. 12.º RGA

De igual forma, o acionista não responde pelas dívidas contraídas pela SIC, assim como, a SIC não responderá pelas dívidas do acionista.²²⁵

O regime sancionatório relativo à atividade da SIC e dos deveres profissionais dos seus intervenientes é integrado no CVM²²⁶, sendo que as normas sancionatórias relativas constam tipificadas no referido código de acordo com os níveis de graduação de ilícitos nele previstos.²²⁷

3. Panorama Português

O mercado de capitais é um mercado de procura e oferta de instrumentos financeiros²²⁸, através da colocação de poupanças e investimentos financeiros, onde as entidades, investidores e demais intervenientes²²⁹, procuram antes de mais, eficiência e transparência, de modo a evitar prejuízos financeiros.

Quanto mais relevante (forte) for o mercado no contexto da economia de um país, maior será (em termos gerais) a sua formação de poupança e, conseqüentemente, o seu desenvolvimento empresarial e económico, sendo por via do mesmo que ocorre o encontro da oferta e procura entre investidores e a necessidade de captação de recursos por parte das empresas.

Relativamente à atividade, Portugal tem-se revelado um destino cada vez mais procurado no contexto do investimento imobiliário.

Nos últimos anos, a crescente consolidação de Portugal como destino de referência mundial para o turismo provocou um crescente interesse de investidores, quer nacionais, quer internacionais no setor imobiliário.

Este aumento da procura tem vindo a dinamizar o mercado, com efeitos no número de transações, dos investimentos e do preço dos imóveis, consubstanciando atualmente uma fonte importante de receitas para as contas do país.

Nesse contexto, o legislador tem vindo a implementar diversos mecanismos e soluções jurídicas, no sentido de atrair e manter o interesse dos investidores, nomeadamente estrangeiros, mantendo a competitividade do país.

²²⁵ Cf. arts. 12.º e 62.º/5 RGA, sem prejuízo das exceções constantes das notas de rodapé 111 a 114, *supra*.

²²⁶ Garantindo uma lógica de proximidade do referido regime com o regime sancionatório contraordenacional de referência do setor dos mercados financeiros.

²²⁷ Art. 397.º-B CVM. Quanto à violação de deveres profissionais vide art. 398.º CVM.

²²⁸ Noção que abrange as espécies de valores mobiliários, instrumentos derivados e instrumentos monetários.

²²⁹ Emitentes, Intermediários, Supervisão.

Uma dessas formas foi a criação do regime dos OIC, com especial relevância para o nosso estudo, as SIC, as quais dinamizaram o mercado imobiliário, por via da competitividade do respetivo jurídico-tributário.

Estes veículos têm vindo a desempenhar um papel fundamental no mercado imobiliário, na medida em que os investidores encaram estas formas de investimento imobiliário como uma solução vantajosa para a rentabilização dos seus investimentos.

As vantagens no investimento nestes OIA são (nomeadamente): a diversificação dos investimentos, permitindo aos investidores diminuir a volatilidade e variação dos riscos dos seus investimentos; a regulação do setor e conseqüente transparência de funcionamento da atividade²³⁰ e proteção dos interesses dos investidores; a gestão profissional e, finalmente, o enquadramento fiscal, por via do regime de tributação à saída²³¹.

No panorama atual português²³² encontram-se em atividade duzentas e oitenta SIC (imobiliárias), das quais duzentas e setenta e seis são heterogeridas e quatro são autogeridas, o que, na nossa mais modesta opinião, pode encontrar justificação no facto de a SIC-Auto agregar os deveres que incumbem ao OIA imobiliário, assim como os deveres da entidade gestora, nomeadamente, de gestão, organização e estrutura, bem como no respetivo regime de responsabilidade, o qual recai diretamente sobre os próprios órgãos de administração, enquanto no caso da SIC-Hetero, é-lhes atribuído o dever de fiscalização da entidade gestora nomeada (para a respetiva gestão), circunscrevendo-se a eventual responsabilidade ao incumprimento dos referidos deveres de vigilância.

Os custos de estrutura e de organização²³³ revelam ter bastante peso no contexto da rentabilidade da SIC, nomeadamente pela dimensão que lhes é exigível, no sentido de se tornarem sustentáveis e permitirem gerar lucro e rendimento aos seus participantes, salvaguardando o pagamento das suas despesas fixas.²³⁴

Pelo que se tem revelado mais vantajoso, porquanto financeiramente eficiente, o pagamento de um serviço e não uma estrutura, realidade concretizada pela opção pela heterogestão.

²³⁰ Assegurado, nomeadamente, pelos deveres de reporte da atividade à CMVM.

²³¹ Cit. “Relatório de avaliação do regime fiscal dos OIC (12/2020).”

²³² Conforme informação de 29/03/2024 disponível no Sistema de Difusão de Informação, constante do site da CMVM. Consultável em: <https://www.cmvm.pt/PIInstitucional/>

²³³ Quer em termos financeiros, materiais e humanos.

²³⁴ Art. 115.º a 122.º RGA.

O mercado dos OIA imobiliários nacional é relativamente recente, encontrando-se ainda numa fase jovem, e, portanto, de crescimento, sendo que os seus intervenientes, encontram-se (pelo menos ainda) bastante concentrados²³⁵.

Ora, acreditamos que atendendo à dimensão do mercado português (ainda em desenvolvimento) seria inexecutável a exploração da atividade por via maioritária de SIC-Auto, porquanto o número de estruturas necessárias²³⁶ superaria as vantagens de constituição e necessidade e demanda do próprio Mercado.

Assim, tem entendido os agentes nacionais, num contexto de racionalidade económica e de economia de escala, que se revela (pelo menos para já) mais vantajoso, porquanto financeiramente eficiente, o pagamento de um serviço e não uma estrutura, realidade concretizada pela opção pela heterogestão.

²³⁵ A título de exemplo, a SG que detém a maior quota de Mercado, (em termos de n.ºs de SIC geridas (em atividade) não refletindo, por isso, os valores sob gestão, tema sobre o qual não nos debruçaremos) é a LYNX Asset Managers - SGOIC, S.A., atualmente com 40 SIC sob gestão, o que corresponde a cerca de 14,3% da quota de mercado das SIC sob gestão, sendo que a gestão das restantes SIC se encontra dispersa nas demais SG atualmente em atividade

²³⁶ E a conseqüente dispersão.

4. Conclusão

Os OIC, sob a forma societária, surgiram no nosso ordenamento jurídico no sentido de dar resposta às necessidades do mercado de capitais.

Os OIA imobiliários têm desempenhado um papel de enormíssima relevância no desenvolvimento do mercado imobiliário português, revelando-se essenciais enquanto veículos de investimento quer para as empresas, às quais é possibilitado agregar os recursos necessários para o seu plano de negócios, quer para os particulares, aos quais é permitido investir (indiretamente) no mercado imobiliário, por via de uma sociedade gerida profissionalmente, numa carteira diversificada e adaptada ao respetivo perfil, adequando e dispersando assim o risco do investimento.

O mercado de capitais encontra-se numa fase de crescimento, realidade que se tem feito acompanhar por alguns desafios, quer para o legislador²³⁷, quer para os intervenientes do mercado²³⁸, nomeadamente a CMVM, enquanto entidade reguladora^{239 240}.

O legislador consagrou um regime com uma certa liberdade, permitindo, no caso de opção pela adoção de OIA imobiliário²⁴¹, sob a forma societária, atualmente SIC, uma das seguintes duas soluções, a saber: ou a gestão societária é exercida pelos órgãos de governo societários da própria SIC (autogestão) ou a SIC contrata a sua gestão a uma terceira entidade (heterogestão).

Não obstante as diferenças decorrentes dos dois tipos de gestão, de que são exemplo, o capital social da SIC²⁴², o regime de responsabilidade e os custos com a gestão, ambas partilham diversos requisitos, nomeadamente: a forma de SA; as regras de valorização dos ativos, designadamente a obrigatoriedade de realização de relatórios anuais de avaliação

²³⁷ Que se tem empenhado no sentido harmonizar e modernizar a legislação nacional (visando lograr um mercado competitivo, porquanto atrativo e salvaguardar os interesses dos diversos intervenientes), à múltipla legislação europeia sobre a gestão de ativos.

²³⁸ Os quais se têm visto a braços com consecutivas alterações legislativas (num relativo curto espaço de tempo) e que trouxe consigo a exigência de uma grande capacidade de adaptação e reinvenção, no sentido de acompanhar a evolução, na atual fase de desenvolvimento do mercado.

²³⁹ A CMVM é a entidade responsável pela supervisão das SIC, bem como das SG, quer em matéria prudencial, quer comportamental. Para o efeito, dispõe dos poderes constantes do RGA, assim como dos poderes e atribuições previstas no CVM, em particular, os poderes de supervisão prudencial, assim como de regulamentação.

²⁴⁰ No âmbito das suas funções, a CMVM identificou as atuais necessidades do mercado (Direito da prática), nomeadamente de simplificação de procedimentos e de unificação da matéria legislada, o que se materializou na entrada em vigor do RGA e do RRGGA.

²⁴¹ Cujo objeto é o investimento em ativos imobiliários, mais propriamente em prédios rústicos e mistos, podendo desenvolver projetos de construção e de reabilitação de imóveis para fins de arrendamento, exploração onerosa ou revenda. Adicionalmente, em determinadas condições, podem adquirir participações em sociedades imobiliárias e emitir obrigações, sendo os respetivos requisitos mantidos na sua essência.

²⁴² De valor superior no caso da SIC-Auto, enquanto mecanismo jurídico com vista à defesa e tutela dos interesses dos credores sociais, por via da intangibilidade do capital social.

dos imóveis; realizados por dois PAI, registados como tal na CMVM; as regras de cálculo das UP e as regras de reporte à CMVM.²⁴³

O capital da SIC pode ser aumentado e/ou reduzido. No caso de subscrição do aumento de capital, os participantes dispõem de direito de preferência, exceto previsão distinta nos documentos constitutivos.

A SIC pode ser objeto de fusão, cisão e transformação, sendo que a extinção da SIC pode ocorrer por via de liquidação extrajudicial ou judicial.

Compete à SG²⁴⁴ (SIC-Hetero) ou ao CA (SIC-Auto), a gestão, quer do investimento, quer do risco da SIC, assim como a administração da mesma, prestando, para o efeito, um conjunto de serviços administrativos.

São definidos critérios específicos, no que respeita às qualificações e requisitos dos membros dos órgãos de administração e fiscalização do/a CA/SG.

É permitido à SG subcontratar as suas funções, encontrando-se a mesma obrigada a comunicar previamente o referido facto à CMVM.

Em determinadas situações, a SG pode ser substituída nas suas funções, desde que o RG acautele essa possibilidade.

A atividade de gestão da SIC, quando exercida pela SG, é remunerada por via de comissão de gestão, cuja fórmula de cálculo é previamente definida no RG, podendo incluir uma componente variável resultante do desempenho do OIA.

Para além da comissão de gestão, os demais custos e encargos²⁴⁵ que sejam imputáveis à SIC, no âmbito da respetiva atividade, encontram-se sujeitos a critérios de adequação, atendendo a critérios de equidade e aos princípios da proporcionalidade e de gestão cautelosa²⁴⁶.

Sem prejuízo do que referimos, contrariamente ao que ocorre na SIC-Hetero (o que lhe permite uma repartição dos referidos custos e recursos), no caso da SIC-Auto ser-lhe-ão imputáveis diretamente (atendendo competência dos próprios órgãos sociais) todos os custos inerentes ao funcionamento e desenvolvimento da sua atividade de gestão e administração, assim como os restantes custos, designadamente, as despesas relativas a instalações e equipamentos, colaboradores, e prestadores de serviços.

²⁴³ Referimos as regras que consideramos mais importantes para a atividade, sendo que não elencamos, na íntegra, todas as regras comuns a ambos os tipos de gestão das SIC.

²⁴⁴ Pode prestar serviços de gestão de instalações/administração imobiliária, assim como de aconselhamento especializado.

²⁴⁵ De que são exemplo, a comissão de depósito, bem como todas as demais despesas e outros encargos documentados que tenham de ser realizadas no cumprimento das obrigações operacionais e legais.

²⁴⁶ Materializada pelo cálculo da taxa de encargos correntes.

A/O SG/CA atua no interesse exclusivo dos participantes, princípio basilar da gestão de ativos, encontrando-se obrigado/a a desempenhar as suas funções de acordo com padrões reforçados de conduta, os quais para além de previstos no RGA, encontram a sua inspiração no regime das sociedades comerciais, nomeadamente de honestidade, equidade, cuidado, diligência e competência, encontrando-se igualmente sujeita ao dever de segredo.

A responsabilidade recai diretamente nos órgãos de administração da SIC-Auto, enquanto no caso da SIC-Hetero, o que compete ao seu CA é a responsabilidade de fiscalização de atuação da SG, entidade à qual incumbe direta e efetivamente os deveres de atuação, adequação, administração, gestão e estrutura, recaindo sobre os órgãos sociais e de fiscalização desta o regime de responsabilidade pela atuação.

O regime sancionatório aplicado à atividade da SIC é integrado no CVM, sendo certo que normas sancionatórias relativas à atividade da SIC são tipificadas no referido código, de acordo com os níveis de graduação de ilícitos nele previstos.

No que concerne à organização do mercado nacional podemos entender que os agentes optam de forma indubitável pela heterogestão.

Com base no nosso estudo, podemos associar a opção maioritária pela heterogestão, por contraposição à autogestão, não só pelas diferenças que separam ambos os modelos e regimes, os quais se revelam bastante significativos, quer em termos burocráticos, humanos e financeiros, mas também pela alocação dos custos e dos recursos, aos respetivos requisitos de estrutura, mais gravosos no caso da autogestão, o que tem como resultado direto e imediato, a preferência do mercado pela heterogestão.

Em suma, o atual regime das SIC disponibiliza a opção entre dois modelos de gestão bastante distintos sendo que, se por um lado na heterogestão é coartado ao CA (eleito pelos participantes) a participação na gestão corrente e direta da SIC, por outro lado, na autogestão, a garantia desses direitos faz-se acompanhar de elevados custos de estrutura, sendo que tal investimento apenas pode ser alocado à gestão da própria SIC, o que poderá revelar-se desproporcional, porquanto dispendioso. Por estes motivos, de todas as vantagens que reconhecemos à heterogestão, salientamos a existência de uma gestão profissional, a diminuição (pela distribuição) dos custos, assim como uma maior capacidade de negociação por parte da SG (maior em função do número de OIC e de ativos sob gestão), o que permite o acesso a melhores oportunidades de negócio e de acesso ao mercado.

5. Bibliografia

I. Artigos científicos e livros:

- Abreu, Luís Vasconcelos “*Breve Apreciação do Regime do Segredo Bancário, incluindo o Segredo do Supervisor, no anteprojeto do Código da Atividade Bancária, nomeadamente por comparação com o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras*”, in 1 RDFMC (2021), 349-381;
- Câmara, Paulo, “*Os Fundos de Investimento*”, in Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Vol. I, Almedina, (2011);
- Castelo, Tomás Pinto “*Da obrigação de administrar*” in RDS XV (2023), 2, 275-320;
- Coelho, Diogo “*Financiamento Societário, Covenants e Responsabilidade dos Credores – Qual o papel da Teoria da Agência aplicada aos Covenants na responsabilidade dos Credores-Financiadores?*”, in RDS VII (2015), 3/4, 793-833;
- Coelho, Pedro Simões e Orlando Vogler Guiné “*Substituição da Entidade Gestora de Fundos de Investimento Alternativos*”, in Estudos de Advocacia em Homenagem a Vasco Vieira de Almeida (2016);
- Cordeiro, A. Barreto Menezes, “*Direito Europeu dos Valores Mobiliários: evolução e linhas gerais*”, in RDS VII, 2, (2015), 273-296;
- Cordeiro, A. Barreto Menezes,
2019:
 - a. “Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II”, in 1 RDFMC (2019), 1-24;
 - b. “Manual de Direito dos Valores *Mobiliários*”, Coimbra, Almedina, 2.^a Edição Atualizada;
- Cordeiro, A. Barreto Menezes, “*O Contrato de Gestão de Carteira, Portfolio Management Contract*”, in 1 RDFMC (2020), 1-36;
- Cordeiro, A. Barreto Menezes, “*O Depositário no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo*”, in “*O novo Direito dos valores mobiliários*”, Almedina, Coimbra, (2017);
- Cunha, Paulo Olavo, “*Direito das Sociedades Comerciais*”, in Almedina, 7.^a Edição, (2021), Reimpressão;

- Duarte, Rui Pinto, “*Os Deveres dos Administradores das Sociedades Comerciais*” in *Católica Law - VOLUME II \ n.º 2 * (maio 2018);
- Ferreira, Abel Sequeira, “A soft law e a juridicidade dos códigos de governo das sociedades”, in *RDS X* (2018), 1, 181-227;
- Gonçalves, Renato, “*Breves notas justificativas da introdução de Sociedades de Investimento de Capital Variável no Ordenamento Jurídico Português*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 17, (2003), 169-176;
- Heitor, Marta Isabel Lopes, “*A responsabilidade civil, em relação à sociedade, dos administradores executivos e não executivos nas sociedades anónimas de modelo monista*”, in *RDS V* (2013), 4, 939-955;
- Magalhães, Vânia Patrícia Filipe, “*A conduta dos administradores das sociedades anónimas: deveres gerais e interesse social*” in *RDS I* (2009), 2, 379-414;
- Matias, Tiago dos Santos, “*Fundos de investimento: o seu governo e os seus desafios tecnológicos futuros, em especial, o DLT*” in *RDFMC* (2021) 691-707;
- Mendes, Evaristo, “*Ações sem valor nominal. Apontamento.*”, in *RDS XII* (2020), 1-4, 181-193;
- O Perfil do Investidor Particular Português, in *Estudos da CMVM*, nº 3, 2009, p. 4-5.
- Ogando, José João de Avillez, “*Os deveres de informação permanente no mercado de capitais (*)*”, in *Revista da Ordem dos Advogados, Ano 2004, Ano 64 – Vol.I/II – (Nov.2004)*;
- Oliveira, Madalena Perestrelo de “*Transparência no mercado de capitais: information overload, efi ciência ou tutela dos investidores?*”, in *RDS VIII* (2016), 4, 787-809
- Pinto, Filipa Nunes, “*A responsabilidade civil dos administradores das sociedades – A concretização dos deveres legais que origina essa responsabilidade*” in *RDS VII* (2015), 1, 85-107
- Pinto, José Costa “*Critérios legais de composição do conselho de administração*”, in *RDS IV* (2012), 3, 677-705
- Pritchard, A. C., “*Corporate Governance, Capital Markets, and Securities Law*”, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford University Press, Oxford, (2018), 1065-1083;

- Ramos, Maria Elisabete “*D&O Insurance - Um estrangeirado entre a tipicidade social e a atipicidade legal*”, in *Revista de Direito Comercial* (2020-07-20), 1491-1556;
- Ramos, Maria Elisabete “*Quem paga a conta? Notas sobre a corporate indemnification*” in *Revista Eletrónica de Direito* – (fevereiro de 2017) – n.º1;
- Rodrigues, Maria João “*Ações sem valor nominal e direitos dos sócios*”, in *RDS IV* (2012), 2, 439-492;
- Rodrigues, Ricardo Alexandre Cardoso e João Luz Soares, “*Business Judgment Rule: enquadramento, apresentação, análise e reflexões*”, in *RDS IX* (2017), 3, 677-711
- Roque, Miguel Prata “*A sanção de perda de idoneidade dos dirigentes de sociedades reguladas*” in *RDS XI* (2019), 1, 33-132;
- Rosa, José Gonzaga, “*Directiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo: requisitos operacionais de funcionamento e deveres de conduta*”, in *2 RDFMC* (2022), 171-223;
- Salgueiro, Ana Cláudia, “*Compliance – Cultura organizacional, sustentabilidade empresarial e tomada de decisão ética*” in *RDS XIV* (2022), 1, 23-57;
- Santos, Filipa Ferro dos, “*Importância da informação no mercado de capitais*”, in *RDS X*, (2018), 2, 363-393;
- Serrão, José Maria “*A obrigação de não concorrência no contrato de agência*” in *Revista Eletrónica de Direito* – (outubro de 2023) - n.º 3 (Vol.32);
- Silva, Bernardo Correia “*Negócios com partes relacionadas: mecanismos de limitação e o interesse da sociedade*” in *RDS XI* (2019), 2, 353-394;
- Veiga, Alexandre Brandão da, “*Três Problemas Dogmáticos dos Fundos de Investimento*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 8, (2000);
- Veludo, Joana Rola de, “*A gestão nas SICAFI heterogeridas: Conselho de Administração e Entidade Gestora – who is in charge?*” in *RDFMC* (2022), 567-616;
- Vieira, Ana Isabel, “*Organismos de investimento colectivo sob forma societária – Um novo tipo societário?*”, in *RDS VIII* (2016), 2, 385-426;

II. Informação *online* e outra documentação:

- <https://abreuadvogados.com/conhecimento/publicacoes/regulamentacao-do-regime-de-gestao-de-ativos-regulamento-da-cmvm-no-7-2023/>

- <https://adcecija.pt/regulamentacao-do-regime-de-gestao-de-ativos/>
- <https://eco.sapo.pt/2023/04/28/gestao-de-ativos-com-novas-regras-no-final-do-proximo-mes/>
- <https://eur-lex.europa.eu/homepage.html?locale=pt>
- <https://executivedigest.sapo.pt/noticias/o-que-e-o-novo-regime-de-gestao-de-ativos-e-que-impacto-tem-na-economia-portuguesa/>
- <https://fundspeople.com/pt/cmvm-publica-o-regulamento-relativo-a-regulamentacao-do-regime-da-gestao-de-ativos/>
- <https://imojuris.vidaimobiliaria.com/actualidade/noticias/novo-regime-da-gestao-de-ativos-entra-em-vigor-a-2/>
- <https://www.cmvm.pt/>
- https://www.cmvm.pt/PInstitucional/PdfViewer?Input=E43B01C404E0A040698DF_A0D18BD822326D15A31829045CCF04A4FEA33B5537D
- <https://www.csassociados.pt/pt/conhecimento/cs-insights/analise-critica-ao-rrga-regulamento-da-cmvm-sobre-gestao-de-ativos/3787/>
- <https://www.cuatrecasas.com/pt/portugal/art/regulamentacao-do-regime-da-gestao-de-ativos-rrga-1>
- <https://www.esma.europa.eu/>
- <https://www.mlgs.pt/pt/conhecimento/legal-alerts/Legal-Alert-Regulamentacao-do-Regime-da-Gestao-de-Ativos-Regulamento-da-CMVM-n-72023-de-29-de/24778/>
- <https://www.pgdlisboa.pt/home.php>
- https://www.plmj.com/xms/files/07_Guias_e_Manuais/2023/Regime_da_Gestao_de_Ativos_230503.pdf
- Relatório de avaliação do regime fiscal dos Organismos de Investimento Coletivo dezembro de 2020 – Gabinete do Secretário de Estado Adjunto e dos Assuntos Fiscais. (Consultável em: <https://app.parlamento.pt/>)