

2º CICLO DE ESTUDOS EM DIREITO  
CIÊNCIAS JURÍDICO-PRIVATÍSTICAS

# “SIC(AFI) heterogeridas: Conselho de Administração vs Sociedade Gestora: Perspetivas de conflito quanto ao poder decisório”

José Nuno Meneses Amorim Azevedo

**M**

2023/2024

Sob orientação do

Professor Doutor José António do Carmo da Silva Sá dos Reis



**“SIC(AFI) heterogeridas: Conselho de Administração vs Sociedade Gestora: Perspetivas de conflito quanto ao poder decisório”**



## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, cujo incansável esforço me permitiu tudo. Ao meu irmão, exemplo e inspiração. À minha família.

À Margarida, pelo amor, paciência e apoio inesgotável.

Ao Professor Doutor José Reis, por ter acolhido este desafio, pelo auxílio determinante, pelo bom-humor e por ser um exemplo de postura e forma de estar na vida académica.

## RESUMO

A presente dissertação tem como objetivo refletir sobre a interação e compatibilização das responsabilidades atribuídas ao Conselho de Administração e à Sociedade Gestora no exercício das funções que lhe são atribuídas na gestão e administração das Sociedades de Investimento Coletivo heterogeridas, bem como quanto à possibilidade de sobreposição de funções, a retração de um dos órgãos em relação ao outro e perspectivas de conflito que poderão sugerir neste âmbito. Desta forma, propomo-nos a analisar não só os problemas identificados na prática e potenciais problemas que perspetivamos, mas também explorar possíveis soluções que visem resolver ou mitigar a problemática associada ao conflito quanto ao poder decisório. Abordaremos também, porque a atualidade o exige, o novo Regime de Gestão de Ativos.

Estamos cientes de que o presente tema é, relativamente, recente tendo inclusive sofrido alterações ao nível da legislação aplicável, conforme melhor se explicitará *infra*. Mesmo tratando-se de um tema pouco estudado, tentaremos com o presente estudo contribuir, de alguma forma, para descortinar e simplificar as matérias respeitantes à problemática relativa às responsabilidades e funções do Conselho de Administração e à Sociedade Gestora, analisando também o papel dos acionistas, enquanto verdadeiros proprietários, no que se refere à tutela e mecanismos de proteção, de que dispõem, para salvaguardar os seus interesses.

Neste sentido, no primeiro capítulo analisaremos o regime jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo. Seguidamente, no segundo capítulo iremos abordar, com maior profundidade as sociedades de investimento coletivo (SIC) e respetivas formas de gestão. Já, no capítulo terceiro, cumpre analisar o regime das SIC heterogeridas e entidades responsáveis pela gestão, bem ainda uma breve análise das recentes alterações legislativas nesta matéria. No quarto capítulo, apreciaremos os conflitos que subsistem no que tange à vontade e poder decisórios na relação entre a Sociedade Gestora e o Conselho de Administração. Terminando o presente estudo com uma análise de possíveis soluções na eventualidade de surgimento de conflito quanto ao poder decisório neste tipo de sociedades no quinto capítulo.

## **ABSTRACT**

The aim of this dissertation is to reflect on the interaction and compatibility of the responsibilities attributed to the Board of Directors and the Management Company in the exercise of the functions assigned to them in the management and administration of heterogeneous Collective Investment Companies; as well as on the possibility of overlapping functions, the retraction of one of the bodies in relation to the other and the prospects of conflict that they may suggest in this context. We therefore propose to analyse not only the problems identified in practice and the potential problems we foresee, but also to explore possible solutions aimed at resolving or mitigating the problem associated with the conflict over decision-making power. We will also address the new Asset Management Regime, because the current situation demands it.

We are aware that this is a relatively recent topic, and that the applicable legislation has even changed, as will be explained below. Even though this is a little-studied topic, we will try with this study to contribute in some way to unravelling and simplifying issues relating to the responsibilities and functions of the Board of Directors and the Management Company, while also analysing the role of shareholders as true owners in terms of protection and the mechanisms they have at their disposal to assert their interests.

To this end, in the first chapter we will analyse the legal framework for collective investment undertakings. Then, in the second chapter, we will take a closer look at collective investment companies and their management methods. In the third chapter, we will analyse the regime of heterogeneous Collective Investment Companies and the entities responsible for their management, as well as a brief analysis of recent legislative changes in this area. In the fourth chapter, we will analyse the conflicts that remain regarding the decision-making will and power in the relationship between the Management Company and the Board of Directors. This study ends with an analysis of possible solutions in the event of a conflict over decision-making power in this type of company in the fifth chapter.

## **Siglas e abreviaturas**

Ac.- Acórdão

AG – Assembleia Geral

art.- Artigo

CA – Conselho de Administração

CC – Código Civil

Cfr.- Confrontar

CIMT - Código do Imposto Municipal sobre as transmissões onerosas de imóveis

CMVM – Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários

CRP - Constituição da República Portuguesa

CSC – Código das Sociedades Comerciais

EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais

EG – Entidade Gestora

IMPIC - Instituto dos Mercados Públicos, do Imobiliário e da Construção

IRC – Imposto sobre o Rendimento Coletivo

IRS – Imposto sobre o Rendimento Singular

n.º- Número

OIA – Organismo de Investimento Alternativo

OIC – Organismo de Investimento Coletivo

OICVM - Organismos de Investimento Coletivo em valores mobiliários

p.- Página

p.e- Por exemplo

Proc.- Processo

RCBE - Registo Central do Beneficiário Efetivo

RGA – Regulamento de Gestão de Ativos

RGOIC – Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo

RJCRESIE - Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Especializado

RRGA - Regulamentação do Regime da Gestão de Ativos

SA – Sociedade Anónima

SCR – Sociedade de Capital de Risco

SG – Sociedade Gestora

SGOIC – Sociedade Gestora de Organismos de Investimento Coletivo

SIC – Sociedade de Investimento Coletivo

SII – Sociedade de Investimento Imobiliário

SIM – Sociedade de Investimento Mobiliário

UP – Unidade de Participação

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO .....	9
CAPÍTULO I – Breve análise do regime jurídico dos organismos de investimento coletivo .....	11
CAPÍTULO II – As sociedades de investimento coletivo (SIC) .....	15
2.1. Enquadramento jurídico .....	15
2.2. Caracterização – o RGOIC e o RGA .....	16
2.3. Formas de gestão .....	20
2.3.1. Autogestão.....	21
2.3.2. Heterogestão.....	23
CAPÍTULO III – As SIC heterogeridas .....	24
3.1. Entidades responsáveis pela gestão e outros intervenientes.....	24
3.2. Breve referência às alterações do RGA ao regime jurídico da Sociedade Gestora.....	24
3.3. A Sociedade Gestora e a sua atuação .....	26
3.4. Conselho de Administração .....	30
3.5. O Depositário .....	34
CAPÍTULO IV – Conflitos quanto à vontade e poder decisórios entre a Sociedade Gestora e o Conselho de Administração.....	35
4.1. Problema.....	35
4.2. As funções legalmente confiadas à Sociedade Gestora .....	37
4.3. As funções do CA: um Conselho de Administração que não administra?.....	40
4.4. A salvaguarda do interesse dos sócios no atual quadro legal.....	44
CAPÍTULO V – Possíveis soluções quanto ao conflito do poder decisório.....	47
CONCLUSÃO .....	53
Bibliografia.....	56
Webgrafia/Sitografia .....	58

## INTRODUÇÃO

As Sociedades de Investimento Coletivo (“SIC”) atuam, cada vez mais, como um veículo de investimento, cuja relevância e impacto tem vindo a aumentar, exponencialmente, no ordenamento jurídico português e nos mercados específicos em que atuam, destacando-se o mercado imobiliário e os mercados de valores mobiliários. Este tipo de organismos, embora tratando-se de sociedades sob a forma anónima estão sujeitas a um regime híbrido, pelo que lhes é aplicável, não só o regime do Código das Sociedades Comerciais, mas também o Regime de Gestão de Ativos<sup>1</sup> (“RGA”). Este regime acaba por se revelar vantajoso, nomeadamente para os investidores, isto porque, estas sociedades estão sujeitas a uma regulação constante pela CMVM, assegurando uma maior credibilidade no investimento, bem como uma solidez consolidada na repartição do risco e autonomia patrimonial.

A atualidade do tema que tratamos decorre *prima facie* da relevância que este tipo de organismo de investimento coletivo possui nos atuais mercados de investimento referidos no parágrafo anterior. E, num segundo patamar, pelo facto de esta matéria se encontrar regulada unitariamente num novo diploma, o Regime da Gestão de Ativos.

O presente estudo versará, essencialmente, sobre a problemática associada às Sociedades de Investimento Coletivo Heterogeridas. Isto posto, tratando-se as SIC de um tipo de Organismo de Investimento Coletivo (“OIC”) que adota a forma de Sociedade Anónima, o presente estudo abordará as perspetivas de conflito que poderão emergir entre o Conselho de Administração da SIC e a Sociedade Gestora (“SG”) de OIC. Esta problemática verifica-se quanto a este subtipo<sup>2</sup> de SIC (heterogeridas), por força da transmissão dos poderes de gestão para uma entidade terceira, em princípio estranha aos acionistas e aos administradores (onde se inserem os mais basilares atos de gestão quotidiana operacional, nomeadamente a decisão de (des)investimento e gestão de ativos da SIC. O tema terá maior relevância, embora não de forma exclusiva, do ponto de vista das sociedades de investimento imobiliário de capital fixo.

Afinal, ao abrigo do regime jurídico previsto para este tipo de organizações, quem é que determina o rumo da Sociedade? Quem é que administra e gere este tipo societário? Serão compatíveis as funções que a lei, ora através do RGA, ora a título subsidiário através do Código das Sociedades Comerciais (“CSC”), atribui ao Conselho de Administração (“CA”) e as que

---

<sup>1</sup> Aprovado pelo DL n.º 27/2023, de 28 de abril

<sup>2</sup> Refira-se que nas SIC Autogeridas o mesmo problema não se colocará, uma vez que não existe esta transferência de poderes de gestão para uma entidade terceira estranha à sociedade.

atribui à Sociedade Gestora (“SG”)? Dúvidas várias emergem quanto ao tema aqui em estudo, mormente dúvidas que se acentuam na vida prática da sociedade e na sua gestão quotidiana quando, em diversas situações, os investidores e os acionistas (concretamente os que assumem os cargos de membros da Administração) sentem que podem perder o poder efetivo e controlo dos desígnios da sociedade.

Claro que, esta transferência de poder não é arbitrária, nem discricionária, encontrando-se devidamente tutelada na Lei , sendo alvo de regulação contratual entre o próprio OIC e a SG. Porém, estarão os acionistas preparados para transferir a totalidade da gestão para esta entidade terceira e estranha? Podemos assim dizer que estão a dar as chaves de sua casa a terceiros, pelo que é compreensível que queiram ter a última palavra. Afinal, quem é que comanda efetivamente a sociedade e tem o poder de determinar as políticas de gestão e investimento da mesma? E nas situações de efetivo conflito quanto ao poder decisório, estarão as partes dotadas de ferramentas ou mecanismos que lhes permitam ultrapassar o impasse?

O tema em análise, por se tratar de uma questão essencialmente prática que emerge do dia-a-dia da sociedade, parece ainda não ter sido muito discutido na Doutrina, que tem discorrido, fundamentalmente sobre Fundos de Investimento. Deste modo, subsistem, assim estes problemas associados à heterogestão das SIC, nomeadamente qual dos órgãos e/ou entidades detém, efetivamente o poder decisório.

Por compreendermos que todas estas questões são merecedoras de reflexão e análise, propomo-nos a estudá-las neste trabalho. Assim, abordaremos o regime jurídico das entidades envolvidas neste tipo de OIC, designadamente a relação e regulação entre a SIC e a SG, que decorre da lei e a que está na disponibilidade das partes, a salvaguarda dos interesses dos acionistas, bem como possíveis soluções para as perspetivas de conflito quanto ao poder decisório, muitas delas já consumadas e verificadas em SIC heterogeridas e outras que perspetivamos como prováveis.

## **CAPÍTULO I – Breve análise do regime jurídico dos organismos de investimento coletivo**

A publicação no Diário da República do Decreto-Lei 27/2023 de 18 de abril operou uma importante transformação no mercado de gestão de ativos em Portugal, aproximando-a às normas de Direito da União Europeia, potenciando um regime jurídico harmonizado do mercado Europeu, onde os agentes de mercado portugueses atuam primordialmente.

Este diploma aprovou o Regime de Gestão de Ativos que regula os Organismos de Investimento Coletivo. Antes da entrada em vigor do RGA, a gestão dos OIC era regulada pelo Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo<sup>3</sup> (“RGOIC”) e pelo Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Especializado<sup>4</sup> (“RJGRESIE”), diplomas<sup>5</sup> estes que foram revogados com a publicação do DL 27/2023, regulando-se agora agregada e unitariamente as matérias que ali eram abordadas, por um só diploma, no RGA.

Define o artigo 2.º do DL 27/2023, de 18 de abril, Regime de Gestão de Ativos, que os Organismos de Investimento Coletivo “*são instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores de acordo com uma política de investimento previamente estabelecida*”.

É pacificamente reconhecido o papel fundamental dos OIC nas áreas de investimento a que se dedicam. Com mais importância para o nosso estudo, não é merecedor de qualquer controvérsia a importância destes também no mercado imobiliário. São várias as vantagens que podemos apontar para os seus participantes/investidores/sócios do recurso a este tipo de instituições/esquemas de investimento. Salientamos algumas de ordem técnica – visto que, existe uma gestão profissionalizada do objeto de investimento e administração do património, onde se deverá destacar, também o “*conjunto de contrapesos destinados à vigilância e fiscalização*”<sup>6</sup> no cumprimento do objetivo de acumulação de riqueza deste esquema coletivo, bem como o facto de o risco dos investidores se limitar ao montante investido. O recurso ao investimento coletivo visa a rentabilização dos montantes investidos, no sentido de retirar os respetivos benefícios do investimento conglobado profissionalmente gerido.

---

<sup>3</sup> Aprovado através da Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro.

<sup>4</sup> Aprovado através da Lei n.º 18/2015, de 4 de março.

<sup>5</sup> Ambos os diplomas visaram transpor parcialmente as Diretivas n.º 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho, e 2013/14/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio, que asseguram a execução, na ordem jurídica interna, dos Regulamentos (UE) n.os 345/2013 e 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril.

<sup>6</sup> Expressão utilizada por ANA ISABEL VIEIRA, in “Organismos de investimento colectivo sob forma societária – Um novo tipo societário?”, RDS VIII (2016), 2, 385-426.

Nota-se assim que as SIC, e concretamente as SICAFI (ao abrigo do antigo RGOIC), agora simplesmente SIC, são uma opção de investimento imensamente vantajosa ora pelas vantagens fiscais associadas, ora pela profissionalização do investimento e gestão da atividade societária e do seu património, ora pela transparência associada e que decorre da regulação constante efetuada pela CMVM, bem ainda pela incomunicabilidade das dívidas entre os participantes e a sociedade, contribuindo todas estas características para dois setores essenciais e indissociáveis: uma confiabilidade acrescida que lhe confere posição de mercado robusta, atraindo investidores e ainda, uma forma de investimento estimulante para os participantes.

Pese embora não seja objeto de estudo neste trabalho, as vantagens fiscais destes organismos não podem ser descuradas, visto que, além dos benefícios *supra* elencados, é este, usualmente, o verdadeiro motivo impulsionador para os investidores recorrerem aos OIC, nomeadamente às SIC. O regime fiscal prevê uma tributação mais favorável, no qual os ganhos são tributados “à saída”, havendo benefícios vários previstos nos artigos 22.º e 22.º-A do Estatuto dos Benefícios Fiscais.<sup>7</sup>

As SIC constituem um dos tipos de OIC legalmente previstos, sendo certo que, por exigência legal, possuem uma estrutura e natureza jurídica orientadas para uma superior escala de investimento e para mercados específicos, como será o caso de mercados de valores mobiliários ou de mercados imobiliários. São organismos com vantagens competitivas em face da concorrência, efetuando-se, quanto a este ponto uma referência concreta aos OIC Imobiliários<sup>8</sup>, que serão mais competitivos em relação às sociedades comerciais imobiliárias

---

<sup>7</sup> De acordo com o artigo 22.º-A do Estatuto dos Benefícios Fiscais, as SIC (Sociedades de Investimento Coletivo) têm o seguinte regime de tributação para os seus participantes: Pessoas singulares residentes: São tributadas com uma retenção na fonte de 28%, podendo optar pelo englobamento no IRS para rendimentos distribuídos e mais-valias de resgate ou transmissão de unidades de participação (UP); Pessoas coletivas com sede em Portugal: Sujeitas a uma retenção na fonte de 25% como imposto por conta, a menos que estejam isentas de IRC para rendimentos de capital, caso em que a retenção é definitiva. Podem optar pelo englobamento no IRC para mais-valias de resgate ou transmissão de UP; Não residentes (pessoas singulares ou coletivas): tributados com uma retenção na fonte definitiva de 10% para rendimentos distribuídos e mais-valias de resgate de UP, e uma taxa de 10% para mais-valias de transmissão de UP; Isenção de derrama municipal/estadual.

Um dos principais benefícios das SIC é que a maioria dos rendimentos, como os prediais, de capitais e mais-valias (exceto de entidades “offshore”), não é considerada no lucro tributável nem está sujeita a retenção na fonte ao serem recebidos. Contudo, os gastos associados a esses rendimentos não são dedutíveis em IRC. Além disso, podem deduzir prejuízos fiscais aos lucros tributáveis conforme as regras gerais do Código do IRC. No entanto, estão sujeitas a pagar trimestralmente um Imposto do Selo de 0,0125% sobre o valor líquido global.

<sup>8</sup> Neste sentido *vide* A gestão nas SICAFI heterogeridas: Conselho de Administração e Entidade Gestora – who is in charge?, JOANA ROLA DE VELUDO (2022) e PATRÍCIA ANDREIA OLIVEIRA JORDÃO, Fundos de Investimento Imobiliário, (setembro de 2010), 13 e ss, onde explicam que as sociedades de investimento coletivo imobiliário apresentam vantagens competitivas e concorrenciais no que concerne à detenção de imóveis mesmo quando comparado com sociedades imobiliários (“normais”), desde logo pelo facto das SICAFI não verem parte dos seus rendimentos serem afetadas para efeitos de determinação do seu lucro tributável e outras vantagens fiscais.

“normais”<sup>9</sup>.

Parafraseando o preâmbulo do diploma aludido, constatamos que os OIC são patrimónios autónomos que podem assumir a forma contratual, como fundos de investimento, ou a forma societária, como sociedades de investimento coletivo (SIC). Esta é uma diferença de suma importância, nomeadamente pelo facto de os primeiros, ao contrário das segundas, não serem dotados de personalidade jurídica.

No caso das SIC, que trataremos mais aprofundadamente no presente trabalho, o OIC deve adotar a forma de sociedade anónima. Os OIC sob forma societária podem ser autogeridos ou heterogeridos, quando há lugar à designação de uma terceira entidade para assegurar a sua gestão. Os OIC podem ainda ser abertos ou fechados, consoante o número de partes em circulação - unidades de participação ou ações - seja variável ou fixo. As SIC são sociedades de capital variável ou fixo, consoante sejam organismos de investimento coletivo abertos ou fechados.

De referir ainda, que as unidades de participação de OIC aberto são emitidas e podem ser resgatadas<sup>10</sup> a pedido dos participantes, de acordo com o estabelecido nos documentos constitutivos. Por outro lado, nos OIC fechados as unidades de participação podem ser resgatadas, salvo as situações previstas na lei ou no regulamento.

A tipologia dos OIC varia consoante o objeto do investimento, podendo separar-se entre OIC em valores mobiliários e OIC alternativos, bipartição que PAULO CÂMARA<sup>11</sup> refere como fundamental .

Assim, poderemos ter OIC que tenham por objeto valores mobiliários (OICVM<sup>12</sup>) ou outros ativos financeiros líquidos melhor identificados no RGA, com capitais são obtidos junto do público e que, quase por definição, são OIC abertos, cujas unidades de participação são resgatáveis.<sup>13</sup>

Por outro lado, e *a contrario*, existem os Organismos de Investimento Alternativo (OIA), entre os quais se incluem organismos com os seguintes objetos de investimento (*cfr.*

---

<sup>9</sup> Referimo-nos, neste ponto, às sociedades comerciais, por quotas ou sob a forma de sociedade anónima, cujo objeto social verte sobre compra e venda de imóveis, bem como a revenda dos adquiridos para esse fim (CAE 68100), que beneficiam da isenção de pagamento de IMT prevista no artigo 7.º do CIMT.

<sup>10</sup> O resgate das unidades de participação é “o ato jurídico de exercício individual que provoca a extinção da unidade de participação e que investe o participante no direito ao recebimento do valor patrimonial líquido, em dinheiro, referente aos valores mobiliários resgatados.”, CÂMARA, PAULO *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.º Edição, Almedina: Coimbra (2018), pág. 881

<sup>11</sup> In CÂMARA, PAULO (2018) pág. 880

<sup>12</sup> Ou UCITS, na designação Europeia.

<sup>13</sup> A subalínea ii), da al. a), do n.º 1, do art. 5.º do RGA concretiza este segundo requisito.

artigo 208.º do RGA): ativos imobiliários<sup>14</sup>, designados por OIA imobiliário, capital de risco, designados por OIA de capital de risco, créditos, designados por OIA de créditos, e valores mobiliários ou outros ativos financeiros ou não financeiros, incluindo os ativos permitidos aos tipos de OIA já referidos.<sup>15</sup>

Uma última nota de natureza formal relacionada com a denominação dos OIC que impõe a inclusão na sua designação da expressão “Sociedade de Investimento Coletivo” ou “SIC”, caso seja dotada de personalidade jurídica, e a expressão “Fundo de Investimento” ou “Fundo”, caso se trate de um OIC de natureza contratual. Também quanto a este aspeto releva a entrada em vigor da alteração legislativa que veio afastar as denominações SICAF(I) e SICAV(I) previstas no RGOIC, conforme *infra* será analisado.

A atuação dos OIC é suportada pelos respetivos documentos constitutivos, documentos estes que poderão variar conforme o tipo e natureza de OIC. Nos termos do artigo 84.º do RGA são documentos constitutivos o prospeto, o regulamento de gestão, o documento com informações fundamentais destinadas aos investidores, a informação aos investidores de OIA dirigidos exclusivamente a investidores profissionais e o contrato de sociedade (no caso das SIC).

A atividade dos OIC sustenta-se pela atuação de diversas entidades com diferentes funções, com particular destaque para a sociedade gestora, o depositário e as entidades comercializadoras, entidades estas cuja atividade e função é independente. No entanto, importa esclarecer, ainda que se trate de uma função independente, está sempre vinculada à prossecução dos exclusivos interesses dos participantes – sócios/acionistas ou detentores de unidades de participação –, os verdadeiros titulares do património coletivo.

Podemos, de forma simplificada, referir que o funcionamento específico destes organismos assenta numa divisão entre as ações detidas pelos sócios e, por outro lado, na gestão do organismo que será, em princípio, e salvo as SIC autogeridas, confiada a uma entidade

---

<sup>14</sup> Será importante concretamente para efeitos do presente ter em consideração o que são considerados ativos imobiliários para efeitos de OIA imobiliário – onde se inserir-se-ão as Sociedades de Investimento Coletivo Imobiliário - e, para o efeito, o n.º 2 do artigo 208.º do RGA refere que se consideram ativos imobiliários, além dos imóveis, as unidades de participação em OIA imobiliário e participações sociais em sociedades imobiliárias. Vejam-se os artigos 220.º e seguintes do RGA onde o legislador especificamente determina os imóveis elegíveis para este tipo de OIA, o tipo de participações sociais, as operações permitidas a realizar nos imóveis e outras informações relevantes.

<sup>15</sup> Trata-se de um tipo residual e aberta de OIA (expressão retirada do própria preâmbulo do RGA) – cf. Art. 208.º, n.º 1, al. d) do RGA – onde se inclui, nomeadamente, os OIA em valores mobiliários, os organismos de investimento em ativos não financeiros, os organismos de investimento alternativo especializado, com exceção dos OIA de créditos, e os fundos de empreendedorismo social, os quais deixam de constituir tipologias autónomas e passam a poder ser constituídos ao abrigo desta tipologia aberta.

externa vocacionada para essa mesma gestão.

## **CAPÍTULO II – As sociedades de investimento coletivo (SIC)**

### **2.1. Enquadramento jurídico**

Como se viu no primeiro capítulo, o regime de gestão de ativos permite aos organismos de investimento coletivo a adoção da forma societária e consequente gozo de personalidade jurídica.

O regime jurídico das SIC está estipulado concretamente no artigo 21.º e artigos 61.º e seguintes do RGA. Decorre destes normativos que as SIC são também regidas pelo Código das Sociedades Comerciais, salvo a verificação de uma incompatibilidade das mesmas com a natureza e objeto específicos do RGA. O RGA afasta expressamente as SIC do regime das sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado consagrado no Código dos Valores Mobiliários.

O afastamento do n.º 2 do artigo 21.º do RGA ocorre por considerar a regulação do CSC incompatível com a natureza e objeto específicos das SIC e do próprio RGA, quanto às seguintes matérias: a) Composição, aumento, redução e intangibilidade do capital social e amortização de ações; b) Constituição de reservas; c) Limitação de distribuição de bens aos acionistas; d) Elaboração e prestação de contas; e) Fusão, cisão e transformação de sociedades; e f) Regime de aquisição tendente ao domínio total. Este elenco é claramente exemplificativo, quer pelo elemento literal da redação da norma (o referir, “entre outros”), quer pela inclusão na norma do termo “incompatíveis” – ora com as SIC, ora com o RGA – permitindo, no nosso entendimento, uma ampla margem interpretativa sobre a (in)compatibilidade com este tipo de OIC, o que em última *ratio* será apreciado pelos Tribunais.

Creemos que o tema da incompatibilidade dos regimes não poderá ser averiguado apenas do ponto de vista “societário”. Atenta a especificidade do regime dos OIC, o legislador parece pretender dar primazia à aplicação do regime dos Fundos (aliás, toda a sistematização do RGA, e do anterior RGOIC, o confirma). A aplicação do CSC terá de estar sempre sujeita à não verificação do requisito negativo para a sua aplicação – a incompatibilidade do regime.

Este entendimento é, também ele, perfilhado por PAULO CÂMARA<sup>16</sup> ao classificar as ações das SIC como “*marcadas por um assinalável hibridismo. É-lhes aplicável, salvo disposição em contrário, o regime jurídico das unidades de participação...*”. Ora, conjugando esta constatação com o previsto no n.º 7, do artigo 14.º do RGA, “*As referências no presente regime a unidades de participação abrangem ações das sociedades de investimento coletivo, salvo se o contrário resultar da própria disposição.*”<sup>17</sup>, constatamos que o regime jurídico aplicável às ações da SIC é efetuado por remissão ao regime das unidades de participação.

Note-se ainda, que a constituição destas SIC está dependente de autorização da CMVM – artigo 22.º e 60.º do RGA.

O regime jurídico aplicável às SIC é essencial para apreciação do tema do presente estudo, nomeadamente o papel do Conselho de Administração e da sua (in)compatibilização com a Entidade Gestora.

## **2.2. Caracterização – o RGOIC e o RGA**

Antes da entrada em vigor do RGA, os OIC e, em consequência, as SIC regiam-se pelo Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, previsto na Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro. Nesse momento, o legislador distinguiu, expressamente as sociedades de investimento mobiliário (“SIM”) e as sociedades de investimento imobiliário (“SII”).

Esse diploma, já revogado, distinguia os OIC sob a forma societária segundo diferentes critérios. Primeiramente, consoante o capital fosse fixo ou variável (“SICAF” ou “SICAV”), depois, consoante se tratasse de organismos de investimento coletivo fechados ou abertos (cfr. arts. 10.º, n.º 1 e 4 e 60.º e ss do RGOIC), finalmente aquelas cujo objeto se centrasse no investimento imobiliário adotavam, respetivamente, a designação de “SICAFI” ou “SICAVI”.<sup>18</sup>

O facto de estas sociedade terem capital variável, sendo OIC abertos, significa, precisamente que o seu capital social pode oscilar em função das subscrições e resgates que são, em princípio, livres, podendo ocorrer a todo o tempo (artigo 50.º, n.º 3 do RGOIC). Por outro lado, as “SICAF” /”SICAFI”, OIC sob a forma de sociedades fechadas, veem o seu capital

---

<sup>16</sup> CÂMARA, PAULO (2018) pág. 912.

<sup>17</sup> Cfr. art. 14.º, n.º 7 do RGA.

<sup>18</sup> Artigo 6.º, n.º 3 do RGOIC, “*Às sociedades de investimento coletivo fica reservada a designação SICAF ou SICAV ou, no caso dos OII, SICAFI ou SICAVI, consoante se constituam, respetivamente, com capital fixo ou variável, devendo a mesma integrar a sua denominação.*”

social definido no momento da constituição da sociedade, e a alteração apenas poderá suceder ao abrigo do disposto no CSC, através de operações de aumento ou redução de capital social (artigo 50.º, n.º 4 do RGOIC).

O RGA veio alterar, entre outros aspetos, a denominação das SIC, passando a prever uma denominação igual para todo o tipo de sociedades de investimento. Estatui agora o artigo 8.º do RGA que a denominação ou firma deste tipo societário terá de incluir a expressão «Sociedade de Investimento Coletivo» ou «SIC». Apesar da previsão desta nova designação, o legislador não pretendeu eliminar as anteriormente denominadas SICAV(I) e SICAFI(I), visto que mantém, expressamente no artigo 4.º, n.º 2 do RGA a possibilidade de constituição das SIC com capital variável ou fixo, conforme se trate de organismos de investimento coletivo abertos ou fechados.<sup>19</sup>

No momento em que iniciámos o presente estudo (antes da entrada em vigor do RGA), o interesse do mesmo incidia, fundamentalmente sobre as SICAFI. Não obstante, a denominação estar agora afastada, como analisado, o interesse do estudo mantém-se substancialmente quanto às SIC de capital fixo cujo objeto de investimento assenta no mercado imobiliário. Ou seja, mantém-se o interesse no estudo nas SIC(AFI) porque, neste concreto OIC, o capital social mantém-se inalterado, promovendo a estabilidade na detenção do capital social por parte dos acionistas. Esta rigidez trará também uma maior solidez ao Conselho de Administração e mais equilíbrio na sua atuação. Tudo isto em contraposição com as sociedades de capital variável.

Simultaneamente, o facto de o seu objeto se traduzir em ativos imobiliários (OIA imobiliário) intensifica a análise da compatibilização das funções do CA e da SG. Isto porque, em princípio, quando as sociedades detêm este objeto (aquisição de imóveis para construção, imóveis para reabilitação, compra para revenda, arrendamentos, *leasing* imobiliário, entre outros), este tipo de investimento dá azo a uma maior vontade e interesse de intervir por parte do CA na gestão e aquisição de novos ativos, o que em princípio estará confiado à SG.

Novamente em contraposição, este *animus* para intervir na gestão não estará tão presente nas SIC cujo objeto de investimento exija uma maior especialização, como o caso dos ativos mobiliários, ativos financeiros, capital de risco, créditos e outros. Não se antevê que nestes últimos exista uma vontade tão intensa por parte de ambos os órgãos na concorrência à gestão da sociedade. Assim, e pese embora o RGA tenha afastado o acrónimo “SICAFI”, no nosso entendimento, mantém-se absolutamente atual o interesse relativo às, agora, SIC

---

<sup>19</sup> Artigo 4.º, n.º 2 do RGA

Imobiliárias Fechadas.<sup>20</sup> Entendemos assim que o presente estudo, apesar de putativamente poder ter uma maior aplicação nas SIC de capital fixo, cujo objeto de investimento assenta em ativos imobiliários, é igualmente aplicável a todo o tipo de SIC.

Os OIC sob forma societária adotam imperativamente a forma de sociedade anónima, como previsto expressamente no artigo 61.º, n.º 3, al. a) do RGA, o que significa que à denominação que identifica as SIC irá acrescer a expressão «sociedade anónima» ou «S.A.», tal como resulta do artigo 275.º, n.º 1 do CSC.<sup>21</sup>

Outro aspeto relevante relativamente às SIC, em contraposição com os OIC sob a forma contratual ou Fundos, é a titularidade do património. Nos OIC sob forma societária a titularidade do património é da própria sociedade, isto porque os ativos integram o próprio património social e os investidores são acionistas da sociedade. Por outro lado, nos Fundos, os ativos pertencem em regime geral de comunhão aos detentores de unidades de participação (denominados Participantes<sup>22</sup>), sendo estas últimas valores mobiliários que representam os direitos de conteúdo idêntico dos titulares a uma fração do património de OIC sob forma contratual<sup>23</sup>.

A qualidade de acionista decorre da aquisição de valores mobiliários, *in casu* ações da SIC. As ações de SIC são escriturais, nominativas e sem valor nominal, admitindo-se o seu fracionamento para efeitos de subscrição e de resgate ou reembolso.<sup>24</sup>

Diversamente do que dispunha o artigo 8.º do RGOIC, o RGA estatui que o valor de subscrição das Unidades de Participação (“UP”) é, integralmente realizado no caso de OIC abertos. Nos restantes casos é realizado integral ou parcialmente conforme o estabelecido no Regulamento de Gestão. Temos, por isto, que o RGA vem admitir o diferimento da obrigação de entrada nos OIA fechados. Por isso, também o legislador veio alterar o antigo artigo 8.º, n.º 3, do RGOIC que determinava a dependência da integração efetiva do preço de subscrição no património societário para emissão das ações. Atualmente, o artigo 14.º, n.º 4 do RGA estipula que a emissão das UP depende da integração efetiva do valor da primeira realização. A alteração deste regime entende-se, em consonância com a possibilidade de o valor de subscrição poder ser parcialmente realizado em certos OIC (o que estava vedado no RGOIC). Assim, cremos que o valor desta primeira realização poderá constituir o preço total de subscrição nos casos da al.

---

<sup>20</sup> SIC IMOBILIÁRIA FECHADA será, entre outras, uma possível nova denominação para as antigas “SICAFI”.

<sup>21</sup> Note-se que esta imposição decorria já anteriormente do artigo 5.º, n.º 3 do RGOIC.

<sup>22</sup> Artigo 16.º, n.º 1 do RGA.

<sup>23</sup> Artigo 14.º, n.º 1 do RGA.

<sup>24</sup> Artigo 14.º, n.º 2 do RGA.

a), do n.º 3, do artigo 14.º, ou o preço acordado do Regulamento de Gestão nos casos da al. b). Concretamente quanto às SIC, o artigo 61.º, n.º 3, al. c) exige que a SIC tenha o capital social inicial mínimo integralmente subscrito e realizado na data da constituição.

Importa notar que no RGA, tal qual sucedia no RGOIC, as referências a unidades de participação abrangem ações das SIC, salvo se o contrário resultar da própria disposição<sup>25</sup>.

No que concerne à duração, os OIC sob forma societária podem ter duração determinada ou indeterminada, de acordo com o estabelecido nos documentos constitutivos. Com a entrada em vigor do RGA deixa de estar estabelecido o período máximo de duração<sup>26</sup>, nomeadamente das SIC de capital fixo (OIA fechado), anteriormente previsto no artigo 62.º do RGOIC. De salientar que os OIA de duração determinada podem ser convertidos em OIA de duração indeterminada nos termos do artigo 215.º do RGA, sendo que aos participantes que votem contra esta conversão assistirá o direito de resgatar as suas UP, no prazo de um mês após a deliberação e sem custos.<sup>27</sup>

Uma outra classificação, desta feita apenas aplicável aos OIC sob forma societária, corresponde à distinção entre SIC autogeridas e heterogeridas, distinção esta cuja análise se remete para o capítulo seguinte.

No que concerne ao capital social das SIC, este varia segundo o tipo de gestão. Nas SIC autogeridas, quer sejam constituídas com capital fixo ou variável, é exigido um capital inicial mínimo de € 300.000,00. Caso estejamos perante SIC heterogeridas, é exigido um capital inicial mínimo de € 50.000,00, tal qual o exigido às Sociedades Anónimas pelo artigo 276.º, n.º 5 do CSC.

Importa também ter em conta, apesar do RGA não o estipular expressamente, que nas SIC há que atender ao número mínimo de acionistas exigido às sociedades anónimas, nos termos do artigo 273.º, n.º 1, *ex vi*, artigo 21.º, n.º 1 RGA. Todos estes aspetos que temos vindo a analisar terão implicações prática nas situações de transformação de sociedades comerciais já existentes em SIC. Pois, antes da conversão, poderá verificar-se a necessidade de realizar algumas operações societárias de modo a cumprir as exigências legais, tais como aumento do capital social, transformação da sociedade comercial por quotas em sociedade anónima, aumento do número de sócios para o mínimo legal.

---

<sup>25</sup> Artigo 14.º, n.º 7 do RGA.

<sup>26</sup> O artigo 62.º do RGOIC, na sua última versão com as alterações introduzidas pelo DL 56/2018, retificação 31/2018 e DL 144/2019, previa uma duração máxima de 20 anos para os OIA fechados, sendo que a redação originária diploma, resultante da Lei n.º 16/2015, previa uma duração máxima de 10 anos.

<sup>27</sup> Artigo 215.º, n.º 4.

Por fim, as SIC devem ter sede e administração central e efetiva em Portugal<sup>28</sup>.

### 2.3. Formas de gestão

Uma das distinções de *maxime* importância no âmbito dos OIC sob a forma societária relaciona-se com a gestão deste tipo de OIC. No caso das SIC podem verificar-se dois tipos de gestão: autogestão e heterogestão.<sup>29</sup> Esta dicotomia de formas de gestão não existe, no que respeita aos Fundos que são sempre heterogeridos, pois carecem de personalidade jurídica.

A distinção destas formas de gestão decorre do facto de às SIC ser permitido optar por designar ou não uma terceira entidade para o exercício da gestão da sociedade – cfr. artigo 61.º, n.º 1 do RGA. No caso das SIC autogeridas é a própria que assume a gestão, isto é, aplica-se o regime comum das sociedades comerciais.

Pese embora, como se aludiu, a autogestão seja o regime normal das sociedades comerciais, como relembra ANA ISABEL VIEIRA a entrega da gestão da atividade da sociedade a outrem não é inédita, visto que o próprio CSC prevê o regime do contrato de subordinação nos seus artigos 493.º e seguintes.<sup>30 /31</sup> Ora, este tipo de contrato tem precisamente como objeto a transferência da gestão de uma sociedade (dirigida ou subordinada) para uma outra (directora). O contrato de subordinação, como uma forma de sociedade em relação de grupo, é uma das mais importantes, senão a mais importante, entre as sociedades coligadas. Como ensina RAÚL VENTURA,<sup>32</sup> “*O conteúdo essencial deste contrato resulta da sua própria noção: é a subordinação da gestão da actividade de uma delas à direcção da outra. Sem palavras sacramentais, é indispensável que tal subordinação fique inequívoca no contrato. (...) A partir da publicação do contrato de subordinação a sociedade directora tem o direito de dar a*

---

<sup>28</sup> Artigo 61.º, n.º 3, al. b) do RGA.

<sup>29</sup> Distinção com importância prática além da forma de gestão, como já referido nomeadamente no que concerne ao capital social mínimo que varia consoante a forma de gestão.

<sup>30</sup> Estatuí o artigo 493.º do CSC que “*Uma sociedade pode, por contrato, subordinar a gestão da sua própria actividade à direcção de uma outra sociedade, quer seja sua dominante, quer não.*”

<sup>31</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, in “Os grupos de sociedades”, 2.ª edição, define este contrato como “*Tal instrumento consiste num negócio jurídico bilateral pelo qual uma sociedade (dita sociedade subordinada ou dirigida) se vincula a subordinar a respectiva gestão social á direcção de uma outra sociedade (dita subordinante ou directora) (art. 493.º, n.º 1), graças ao qual a última passa a dispor de um direito de emitir instruções directas e vinculantes, ainda que prejudiciais, aos órgãos de administração da primeira (art. 503.º), ficando aquela, por seu turno, e em contrapartida, onerada com determinadas obrigações e responsabilidades especiais perante esta sociedade, bem assim como perante os respectivos sócios minoritários e credores sociais.*”

<sup>32</sup> In Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, “Novos estudos sobre sociedades anónimas e sociedades em nome colectivo”, Reimpressão da edição de 1994, 2003, pág. 107 e ss.

*administração da sociedade subordinada instruções vinculantes (art. 503.º, n.º 1). Nisto se concretiza a direcção por uma sociedade da actividade da outra.”* Igualmente, COUTINHO DE ABREU<sup>33</sup>, ensina precisamente sobre a controversa “*possibilidade de administração exercida por terceiro em consequência de “contrato de gestão de empresa” (management contract, Betriebsführungsvertrag) – contrato pelo qual um sujeito (normalmente uma sociedade) se obriga, mediante retribuição, a gerir empresa (ou parte) de uma sociedade por conta desta (e em nome desta ou não)*”. Ou seja, o contrato de gestão de empresa é também uma realidade existente na prática societária. Porém, e aí reside a diferença entre o modelo de heterogestão das SIC que estudamos, o Autor citado sujeita a licitude de tal contrato à manutenção do poder efetivo de controlar os desígnios da sociedade no CA, nomeadamente decidir estrategicamente, controlar a execução do contrato, denunciar o contrato, aprovar ou recusar o plano económico do gestor.

Apesar desta breve referência, importa sempre fazer notar que às SIC se aplica o regime previsto no RGA, e não o regime do contrato de subordinação ou do contrato de gestão de empresa. De qualquer forma, é perceptível que a lei permita a heterogestão também no caso das SIC, visto que os OIC têm origem nos fundos de investimento<sup>34</sup>, cuja grande vantagem consiste na gestão profissionalizada dos respetivos ativos.

O RGA permite que os documentos constitutivos prevejam a alteração do tipo de gestão da sociedade<sup>35</sup>, o que nos permite inferir que a decisão inicial quanto ao tipo de gestão da SIC não é definitiva, podendo verificar-se situações de conversão de SIC autogeridas em SIC heterogeridas e vice-versa.

Para o presente estudo interessar-nos-ão apenas as SIC heterogeridas, visto que apenas nestas poderão existir conflitos quanto ao poder decisório entre o Conselho de Administração e a Sociedade Gestora. Sem prejuízo, analisaremos também brevemente o regime das sociedades autogeridas.

### **2.3.1. Autogestão**

Quando os ativos detidos pela SIC são geridos pela própria sociedade, isso significa que

---

<sup>33</sup> *In Governação das Sociedades Comerciais*, (2010), p. 44

<sup>34</sup> Para mais desenvolvimentos sobre este tema ver Ob cit. de CÂMARA, PAULO (2018).

<sup>35</sup> Artigo 51.º, n.º 2 do RGA.

estamos perante uma SIC autogerida. Esta opção de governação é a que mais se aproxima da governação das sociedades comerciais “normais”, mormente das sociedades anónimas.

Apesar de ser o regime de governação mais conhecido do giro comercial, no âmbito do mercado de investimento as SIC que adota o regime de autogestão são claramente a opção menos adotada por parte dos investidores<sup>36</sup>. Todavia esta opção é facilmente justificável por parte dos investidores, visto que as SIC autogeridas, além de terem de cumprir todos os requisitos do ponto de vista formal e organizacional para constituição do OIC, ficam também obrigadas a cumprir os requisitos formais, organizacionais e de supervisão das Sociedades Gestoras de Organismos de Investimento Coletivo (SGOIC) exigidas pelo artigo 29.º, *ex vi*, artigo 62.º. O artigo 62.º, n.º 1, al. a) do RGA vem criar essas exigências expressamente, ao referir que a SIC autogerida “*está sujeita ao presente regime no que respeita quer às normas que regem a atividade da sociedade gestora, quer às que regem a atividade e funcionamento dos organismos de investimento coletivo*”.

As exigências formais podem consubstanciar também um obstáculo a este tipo de SIC: relembre-se, entre outros, a exigência de um capital social mínimo de € 300.000,00, ou seja, seis vezes superior aos das SIC heterogeridas, bem como as exigências relativas a fundos próprios (artigo 29.º, e) e artigo 31.º). Ainda do ponto de vista prático podem verificar-se outros obstáculos de modo a cumprir as estritas exigências legais e regulamentares quanto aos procedimentos a adotar, salientando-se, entre outros, a necessidade de grande investimento em meios humanos, programas informáticos, licenças de software, exigências de contabilidade, exigências de comunicação e reporte constante à CMVM<sup>37</sup>, o que obriga também um investimento muito grande na criação e manutenção desta estrutura própria (em principio, mais caro do que a contratação de uma SGOIC).<sup>38</sup> Claro está, do ponto de vista prático, estes obstáculos serão mitigados se tal atuação for efetuada e delegada a uma SGOIC, visto que a atividade social destas é exclusivamente a gestão de OIC, pelo que na sua atuação estão sempre sujeitas à observância destes fins e exigências legais impostas pelo RGA e pelo Regulamento n.º 7/2023 da CMVM<sup>39</sup>, de 29 de dezembro de 2023 (RRGA).

---

<sup>36</sup> Segundo informação resultante dos dados do Sistema de Difusão de informação, Fundos/Gestão de Ativos da CMVM, consultado a 04 julho de 2024, existem 5 SIC IMOBILIÁRIAS autogeridas, num universo de quase uma centena e meia de SIC – cfr. <https://www.cmvm.pt/PInstitucional/Content?Input=6DC02E106BBDBD62731D4921AEB7F06C2D9035AB73EDCF4AC4672311A21CDE3>

<sup>37</sup> Cfr. artigos 100.º e seguintes do RGA.

<sup>38</sup> Relativamente a este tema, ver JOÃO NÓBREGA, Credibilidade e sustentabilidade do sector imobiliário é argumento de peso, in *Vida Judiciária*, n.º 195 (maio/junho 2016).

<sup>39</sup> O Regulamento n.º 7/2023 da CMVM, de 29 de dezembro de 2023 (RRGA), veio consagrar, na ordem jurídica interna, a regulamentação que concretiza o Regime da Gestão de Ativos, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 27/2023,

De salientar que este modelo de gestão está previsto apenas para as SIC, estando tal possibilidade totalmente vedada aos OIC sob forma contratual.

Uma vez que neste tipo de SIC não existe a designação de uma entidade externa que gere os ativos da sociedade, não se coloca aqui o problema que nos propusemos a estudar. As funções de gestão, decisões de investimento e representação serão incumbência do Conselho de Administração, que será o único órgão titular do poder efetivo de condução dos desígnios da sociedade.

### **2.3.2. Heterogestão**

Nas SIC heterogeridas há lugar à designação de uma terceira entidade (sociedade gestora) externa à SIC, devidamente autorizada para o efeito, onde se concentrarão os poderes para o exercício das funções de gestão dos ativos da sociedade, bem como de representação da mesma. Este regime será em tudo semelhante à estrutura de gestão existente entre os fundos de investimento e a respetiva entidade gestora. Ou seja, aqui o poder decisório de gestão ficará adstrito à entidade externa, e não a um órgão social.

Este tipo de SIC não deixam de estar devidamente dotadas de órgãos próprios, continuando a ter o seu Conselho de Administração, pese embora se verifique um esvaziamento da função gestora do âmbito das competências do CA da SIC<sup>40</sup>, que fica legalmente limitado nos seus poderes e funções. Abstratamente o papel do CA ficará resumido à definição da política de gestão e à fiscalização da entidade gestora.

É, precisamente esta última categoria de SIC que relevará para o presente estudo. Apesar de, teoricamente, parecer possível compatibilizar de forma pacífica a existência de dois órgãos, tradicionalmente adstritos a funções de administração, analisaremos infra se na prática tal será assim e, como resolver os problemas que poderão surgir quando o CA e a SG divergem quanto aos desígnios da sociedade e às decisões de investimento tomados por esta última.

---

de 28 de abril (RGA), revogando concomitantemente os Regulamentos da CMVM n.º 2/2015 (aplicável aos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários e imobiliários) e 3/2015 (aplicável ao capital de risco, empreendedorismo social e investimento alternativo especializado). O RRGGA visa, no seguimento do RGA, unificar a regulamentação dos organismos de investimento coletivo, reunindo num único regime os organismos de investimento coletivo (e respetivas sociedades gestoras).

<sup>40</sup> Expressão utilizada por ANA ISABEL VIEIRA, *in* Ob. Citada (2016)

## **CAPÍTULO III – As SIC heterogeridas**

### **3.1. Entidades responsáveis pela gestão e outros intervenientes**

As SIC heterogeridas, atentos os motivos já expostos, terão vários intervenientes no âmbito da sua atividade social, onde se destacará a Sociedade Gestora. Não deixará, porém, a SIC de ter o seu Conselho de Administração, podendo ainda os documentos constitutivos da sociedade prever outros órgãos, como Comitês Consultivos, v.g. comité de investimento, (cuja existência pode ser prevista e a quem podem ser atribuídas funções de caráter meramente consultivo), bem como ser dada a possibilidade à SG de, no âmbito da sua atuação, subcontratar outras entidades. Nota fulcral é o facto de todos os intervenientes estarem vinculados ao dever de atuação no exclusivo interesse dos participantes, ou seja, dos titulares do património coletivo.

Os intervenientes, embora não falemos de todos aprofundadamente, serão, além da SG, as Entidades Comercializadoras, o Depositário (instituição financeira/Banco), Auditores, Peritos Avaliadores e a CMVM.

### **3.2. Breve referência às alterações do RGA ao regime jurídico da Sociedade Gestora**

Uma das mais importantes alterações trazidas com a entrada em vigor do RGA foi no âmbito do regime jurídico das sociedades gestoras.

O RGOIC e o RJCRESIE previam quatro tipos de SG: as sociedades gestoras de organismos de investimento coletivo (SGOIC), as sociedades de capital de risco (SCR), as sociedades de empreendedorismo social e as sociedades gestoras de fundos de capital de risco. Adicionalmente, o RJCRESIE contemplava ainda a figura dos investidores de capital de risco, bem como a possibilidade de as sociedades de desenvolvimento regional exercerem a atividade.

O RGA veio reduzir o elenco de SG existentes, passando a prever apenas dois tipos: sociedades de capital de risco (SCR) e sociedades gestoras de organismos de investimento coletivo (SGOIC). Esta classificação tem por base a diferença no âmbito de atividade de cada

um dos tipos. A atuação das SCR limita-se à gestão de OIA e um dos organismos geridos por esta tem necessariamente de ser qualificado como OIA de capital de risco. Um outro requisito é que a maioria dos organismos sob gestão não sejam OIA imobiliários. Por sua vez, as SGOIC têm a capacidade de administrar tanto OICVM como outros tipos de OIA, desde que não se dediquem exclusivamente à gestão de OIA de capital de risco.<sup>41</sup>

O RGA vem ainda prever, em cada tipologia de SG, a existência de duas categorias: Sociedades Gestoras de grande e de pequena dimensão.<sup>42</sup> Esta distinção, consoante objeto e dimensão da SG, tem impacto significativo no respetivo regime de autorização e de atividade. A categoria da SG será considerada de grande dimensão caso os ativos sob gestão de SG excedam (i) 100.000.000 € e incluam ativos adquiridos através de recurso ao efeito de alavancagem, ou (ii) 500.000.000 € e não incluam ativos adquiridos através do recurso ao efeito de alavancagem, e em relação aos quais não existam direitos de reembolso que possam ser exercidos durante um período de 5 anos a contar da data de investimento inicial<sup>43</sup>. Caso não excedam estes limiares<sup>44</sup> será considerada SG de pequena dimensão.

Esta distinção assume importância relevante, uma vez que o RGA permite às SG de pequena dimensão a adoção de um procedimento simplificado de autorização, exclusivamente no que concerne à gestão de OIA.<sup>45</sup> Ou seja, nos termos do RGA passam a existir dois regimes de acesso à atividade assentes, cumulativamente na dimensão e objeto da SG. De referir que, no regime simplificado o prazo da CMVM é estipulado em 30 dias e, em contrapartida nas SG de grande dimensão, o prazo estabelecido é de 3 meses.

Ressaltam ainda outras diferenças de regime quando estamos perante SG de pequena ou grande dimensão.<sup>46</sup> Desde logo, a SG de pequena dimensão tem de cumprir o requisito de capital inicial mínimo de € 75.000, com obrigatoriedade de constituição de um montante adicional de fundos próprios de 0,02% do montante em que o valor líquido global das carteiras sob gestão exceda € 250.000.000. Por outro lado, para as demais, o montante de capital inicial previsto é de € 125.000 ou € 150.000, consoante esteja autorizada a exercer a atividade acessória de registo e depósito de unidades de participação de OIC.<sup>47</sup> Também se verifica a

---

<sup>41</sup> Artigo 6.º do RGA.

<sup>42</sup> Artigo 7.º do RGA.

<sup>43</sup> Nos termos do Artigo 32.º, n.º 5, a sociedade gestora de pequena dimensão que ultrapasse estes limites, deverá no prazo de 30 dias (i) reduzir o montante sob gestão para os valores permitidos ou (ii) apresentar o pedido de autorização para que seja considerada uma sociedade gestora de grande dimensão.

<sup>44</sup> Estes limiares estão previstos na Diretiva 2011/61/EU.

<sup>45</sup> Cfr. Artigos 22.º, n.º 1 e 32.º, n.º 1 do RGA.

<sup>46</sup> Cfr. Artigo 33.º do RGA

<sup>47</sup> Cfr. Artigo 30.º, n.º 1, a) e b).

dispensa de designação de depositário relativamente a OIA dirigidos exclusivamente a investidores profissionais quando geridos por SG de pequena dimensão. Por sua vez, é exclusivo às SG de grande dimensão a prestação de serviços transfronteiriços na União Europeia, ao abrigo da liberdade de prestação de serviços ou do direito de estabelecimento. Do ponto de vista formal, também se verifica a exigência de um número reduzido de elementos instrutórios necessários ao pedido de autorização de SG de pequena dimensão, em comparação com o procedimento das demais.

Quanto ao demais, o RGA vem permitir uma maior flexibilidade quanto aos fundos/ativos que cada tipo de SG pode gerir em comparação com a legislação anterior que era mais limitadora. Também no que concerne às atividades de investimento permitidas pelas SG verifica-se a vertente inovadora do diploma.

Verifica-se também caráter inovador no regime jurídico da SG o artigo 66.º do RGA, com a epígrafe “Deveres de organização”, prevendo que a SG detenha uma estrutura organizacional profissional e adequada que assegure o cumprimento a todo o tempo das normas relativas à sua atividade, de acordo com a escala e natureza do objeto de atuação da SG e do respetivo OIC gerido.

### **3.3. A Sociedade Gestora e a sua atuação**

A Sociedade Gestora, enquanto pessoa coletiva com personalidade jurídica, adota a forma de sociedade anónima<sup>48</sup>, tem a sede e administração central e efetiva em Portugal. A sua direção de topo tem de ser composta, pelo menos, por duas pessoas e os membros dos órgãos de administração, fiscalização e os titulares de participações qualificadas têm de observar apertados requisitos de adequação.<sup>49</sup> É também exigido à SG dispor de um mínimo de fundos próprios nos termos do artigo 31.º do RGA. No que concerne ao capital social mínimo o mesmo já foi objeto de análise, podendo verificar-se na atual legislação exigências mínimas de capital

---

<sup>48</sup> Estes requisitos encontram-se previstos no artigo 29.º do RGA.

<sup>49</sup> Não será objeto de análise no presente estudo a adequação dos membros dos órgãos sociais da SG (e, por conseguinte, das SIC autogeridas), mas de forma resumida estes terão de ser considerados pessoas com idoneidade e experiência comprovadas, considerando, nomeadamente, os tipos de organismos de investimento coletivo sob gestão e as respetivas estratégias de investimento. A adequação destes membros é apreciada pela CMVM. Esta avaliação não é feita apenas num momento prévio à apresentação do pedido de autorização para início da atividade da SG, outrossim um requisito que deve ser verificado e apreciado continuamente. A verificação da adequação dos respetivos membros de órgãos sociais encontra-se prevista subsecção II da Secção I do Capítulo IV do RGA, mais concretamente nos artigos 105.º e seguintes.

no valor de 125.000 € ou 150.000 €, consoante a atividade que a SG esteja autorizada a exercer, sendo importante referir que este deve estar integralmente subscrito e realizado na data da constituição.

No que toca à atividade da SG esta consistirá na gestão de OIC, sendo o objeto das mesmas, em exclusivo, o exercício das atividades previstas no artigo 28.º do RGA. Assim, a SG pode ter como atividade a gestão de OICVM ou OIA, a qual poderá ser feita individual ou cumulativamente. Quando devidamente autorizada, a SG poderá adicionalmente exercer a gestão discricionária e individualizada de carteiras por conta de outrem, quando devidamente mandatada pelos investidores, bem como consultoria para investimento e registo e depósito de UP de OIC. De referir, quanto a este ponto, que quando se trate de uma SG cuja atividade abrange gestão de OIA a atividade adicional autorizada abrangerá a gestão individual de patrimónios imobiliários e a consultoria para investimento imobiliário, incluindo a realização de estudos e análises relativos ao mercado imobiliário. Importa fazer menção ao facto de, além dos requisitos de adequação dos membros de órgãos sociais, a SG estar ainda sujeita na sua atividade ao cumprimento de apertada regulamentação<sup>50</sup> de variada ordem – JOANA ROLA DE VELUDO<sup>51</sup> adjetiva estas exigências como “*apertados requisitos de governance*”.

No exercício da sua atividade a SG tem uma função essencial no desenvolvimento da SIC heterogerida estando, por isso sujeita a um exigente quadro de deveres fiduciários de atuação no interesse exclusivo dos acionistas. O preâmbulo do RGA expressamente estipula que a SG atua no *interesse exclusivo dos participantes, desempenhando as suas funções de acordo com padrões reforçados de conduta, nomeadamente de honestidade, equidade, cuidado, diligência e competência, estando sujeita ainda a dever de segredo*, ficando ainda obrigada a dar prevalência aos interesses dos participantes relativamente a quaisquer outros interesses, próprios ou de entidades relacionadas, tendo igualmente de assegurar um tratamento equitativo dos participantes.<sup>52</sup> Estes deveres estão, expressamente consagrados nos artigos 64.º e 65.º do RGA, onde se encontra estatuída também a forma como a SG deve atuar em situações de conflito de interesses com o OIC, entre interesses em confronto dos participantes ou entre diferentes OIC geridos pela mesma SG, vigorando o princípio de que deverá sempre adotar os melhores esforços para evitar situações de conflitos de interesses e, caso tal não seja viável, recorrer a princípios de equidade na respetiva solução.<sup>53</sup> No caso

---

<sup>50</sup> Cfr. artigo 25.º, n.º 5 e 6 do RGA

<sup>51</sup> In Ob. Citada (2022), pág. 586

<sup>52</sup> Cfr. Parágrafo 21 do preâmbulo do RGA

<sup>53</sup> Cfr. art. 64.º do RGA, “1 - A sociedade gestora: a) Atua no exclusivo interesse dos participantes e da

concreto das SIC Imobiliárias de capital fixo (anteriores SICAFI) caberá à SG as decisões de investimento no que concerne aos ativos imobiliários, v.g. a aquisição e alienação de imóveis, aquisição e alienação de participações sociais nas respetivas sociedades imobiliárias, verificadas as respetivas condições, exploração dos rendimentos, remodelação ou construção.

O início de atividade<sup>54</sup> das SG depende de autorização prévia da CMVM, salvo o caso das SG de pequena dimensão, cujo início de atividade está sujeito à autorização prévia simplificada, já aqui analisada. Destarte, também após a constituição e deferimento de autorização de início de atividade toda a atuação da SG fica sujeita ao escrutínio da CMVM<sup>55</sup>. Esta apertada supervisão abrange a subcontratação de outras entidades por parte da SG, visto que, também esta, está dependente, nos termos dos artigos 70.º e seguintes do RGA, de comunicação prévia à CMVM. A substituição<sup>56</sup> da SG, se tal possibilidade estiver prevista nos documentos constitutivos e não afetar o interesse dos participantes, depende também da autorização desta entidade quando se trate de um OIC aberto e de comunicação subsequente nos OIC fechados. Concomitantemente, o Banco de Portugal, na qualidade de autoridade macroprudencial em Portugal, tem poderes de supervisão em relação à SG e a sua atuação nos OIC.

A já aludida subcontratação<sup>57</sup> de funções no âmbito da gestão de OIC é pacificamente prevista no RGA (aliás, já o próprio RGOIC o permitia). A entidade subcontratada terá de ser considerada qualificada e competente para o desempenho das funções a delegar. Esta entidade fica sujeita aos mesmos deveres que a SG, e necessita de dispor de recursos suficientes para o exercício das funções subcontratadas, exigindo-se ainda a comprovação de idoneidade e experiência dos respetivos responsáveis. A subcontratação encontra-se ainda sujeita a outras obrigações, não só legais, mas também convencionais, desde que, devidamente previsto nos documentos constitutivos, nomeadamente, garantir que a sua previsão não prejudica a supervisão eficaz da SG, não devendo impedir a sua capacidade de agir ou de gerir o OIC no melhor interesse dos seus participantes. A lei veda também a subcontratação de tal forma extensiva que esvazie totalmente a atuação e funções da SG.<sup>58</sup> Com ou sem o recurso à

---

*integridade do mercado; b) Exerce a sua atividade com honestidade e equidade; c) Atua com elevado grau de competência, cuidado e diligência; d) Dispõe e aplica eficazmente os recursos e os procedimentos necessários ao adequado desempenho das suas funções; e) Evita conflitos de interesses e, caso estes sejam inevitáveis, assegura que os organismos de investimento coletivo geridos e respetivos participantes são tratados equitativamente; f) Observa todos os requisitos legais e regulamentares aplicáveis à sua atividade.”*

<sup>54</sup> Cfr. artigo 22.º a 26.º do RGA

<sup>55</sup> Cfr. artigo 259.º do RGA

<sup>56</sup> Cfr. artigo 72.º do RGA

<sup>57</sup> Cfr. Artigo 70.º do RGA

<sup>58</sup> O RGOIC estabelecia na al. m), do n.º 1, do artigo 76.º, que “A subcontratação não implica um esvaziamento

subcontratação de terceiros, a Lei deixa claro que a SG continua a ser responsável pelo cumprimento das normas relativas à sua atividade e funções da sua competência<sup>60</sup>, ou seja, pretendeu o legislador salvaguardar expressamente qualquer tentativa de a SG se eximir de responsabilidades, claro está sem prejuízo de ver a sua posição tutelada nos termos gerais de Direito, nomeadamente o direito de regresso para com a entidade subcontratada.

A SG está sujeita a estritos deveres fiduciários no âmbito da sua atividade principal<sup>61</sup>, devendo pautar a sua atuação sempre no interesse dos participantes/acionistas e desempenhar as suas funções de acordo com padrões reforçados de conduta, nomeadamente de honestidade, equidade, cuidado, diligência e competência. Cabem nestes deveres, uma vez que a SG goza de poderes de administração da SIC, deveres de cuidado na gestão da sociedade e (igual e imprescindivelmente) deveres de lealdade na defesa impostergável<sup>62</sup> dos interesses dos participantes. Além de impenderem sobre a SG deveres de fonte legislativa verificar-se-ão ainda outros deveres que decorrem dos documentos constitutivos, nomeadamente do Regulamento de Gestão. O artigo 63.º do RGA estatui as funções que são incumbidas à SG, onde se salienta gerir o investimento e o risco, praticar os atos de administração correntes, cumprir os deveres de informação já referidos e, ainda, a possibilidade de comercializar as respetivas unidades de participação/ações da SIC. Ou seja, a SG fica incumbida de decidir de que forma é que investe os fundos da mesma, de que forma é que gere a aquisição e alienação de ativos e explora a sua rentabilidade, os termos dos contratos e outros negócios jurídicos celebrados pela SIC. Concretamente no tipo de SIC sobre o qual nos debruçamos com mais propriedade, a SG tem ainda a função de gerir instalações e prestar serviços de administração imobiliária, bem como prestar aconselhamento a empresas onde a SIC tenha investimento realizado. Parece assim claro que a lei incumbe a SG da responsabilidade pelas decisões de maior relevância em relação à SIC, tendo sempre em vista o lucro e o incremento patrimonial da SIC e dos acionistas.

Denota-se assim que a SIC heterogerida atribui à SG funções de extrema importância, delegando naquela responsabilidade de obter resultados que sirvam o interesse dos acionistas.

---

*significativo da atividade e das funções da entidade gestora nem a sua transformação num mero endereço postal*". Note-se quanto a este ponto, e apesar de uma alteração da redação em relação ao RGOIC, a opção do legislador em manter a curiosa expressão de impedir que a SG num mero "endereço postal" – "c) Não implica uma delegação de funções de tal modo que a sociedade gestora se transforme num mero endereço postal" - cfr. artigo 70.º, n.º 5, al. c) do RGA.

<sup>60</sup> Cfr. Artigo 70.º, n.º 9 do RGA

<sup>61</sup> Cfr. artigos 63.º e 64.º do RGA

<sup>62</sup> PAULO CÂMARA, *in Ob. Citada* (2018), pág. 892, enquadra desta forma os respetivos deveres de atuação da SG com aproximação aos deveres fundamentais (na expressão de COUTINHO DE ABREU, "deveres legais gerais"), que impendem sobre os administradores das sociedades comerciais previstos no artigo 64.º do CSC.

O que permite inferir que esta decisão, tomada no momento da constituição da SIC, assume vital relevância, com importantes repercussões na vida ativa da SIC heterogerida, mormente no seu desempenho no mercado.

A remuneração da SG decorre, unicamente, de uma comissão de gestão<sup>63</sup>, devidamente consagrada nos documentos constitutivos da SIC heterogerida, podendo incluir uma componente variável decorrente do desempenho e resultados obtidos.<sup>64</sup> Poderá verificar-se também a estipulação de comissão de gestão de componente fixa, podendo porém variar o valor da respetiva comissão, visto que pode ser determinado que o valor da comissão, embora fixo, seja calculado sobre o valor dos ativos mensais da SIC – aliás, é esta a fórmula mais usual. Ainda que, se preveja uma comissão de componente fixa por referência ao valor de ativos da SIC ou a sua conjugação com componente variável, em princípio ficará sempre previsto um valor mínimo mensal fixo. A lei proíbe expressamente que a SG cobre ou impute à SIC ou aos acionistas quaisquer custos que não sejam devidos e não se encontrem previstos nos documentos constitutivos.

De referir também que a relação entre a SIC heterogerida e a SG que venha a ser designada pela primeira rege-se, necessariamente, por contrato escrito nos termos do n.º 3 do artigo 62.º do RGA<sup>65</sup>, usualmente denominado por “Contrato de Heterogestão”. É importante referir, por fim, que nas áreas em que a SG possui autoridade para agir conferida por estipulação contratual de heterogestão, por decorrência legal ou prevista nos documentos constitutivos, esta irá sempre gozar de poderes de representação e de capacidade de obrigar a sociedade<sup>66</sup> no que respeita à administração da sociedade, em detrimento do CA.

### **3.4. Conselho de Administração**

O Conselho de Administração<sup>67</sup> é por excelência o órgão de administração e

---

<sup>63</sup> Cfr. artigo 68.º do RGA..

<sup>64</sup> “*Success fee*” ou “*Performance fee*” ou “*carried interests*”

<sup>65</sup> O revogado artigo 59.º - D do RGOIC, estipulava no seu n.º 2 um conteúdo mínimo deste contrato de heterogestão, tendo o legislador optado por afastar este conteúdo mínimo, mantendo apenas a exigência de forma escrita para o contrato.

<sup>66</sup> A forma de obrigar e de representação da SG em nome da SIC, bem como as matérias em que a mesma tem competência para atuar, deverão ficar expressamente previstas nos documentos constitutivos da SIC; no que concerne à forma de obrigar da SG é prática usual fazer-se uma remissão para os próprios estatutos desta.

<sup>67</sup> Contrariamente aos demais tipos de sociedades, nas SA, os sócios podem escolher entre 3 modelos diferentes de administração e fiscalização, que vêm elencados no 278.º e depois desenvolvidos nos 390.º a 446.º, todos do CSC; Concretamente no que concerne à estrutura do CA, e de uma forma muito simplista, podem optar pela i.

representação das sociedades anónimas. O CSC permite que nas SA se opte por um CA ou por um conselho de administração executivo<sup>68</sup>, estando ainda prevista a possibilidade de, nas SA cujo capital social não exceda os 200.000 euros, o contrato social prever que, em vez de um órgão plural (CA), o órgão de administração seja composto por um Administrador Único<sup>69</sup>.

No que concerne às SIC, sabemos que as mesmas são também SA e, apesar das suas particularidades já revistas supra, são dotadas de órgãos sociais, continuando a assumir o CA um papel extremamente relevante, embora de certo modo esvaziado no que concerne às funções de gestão.

Nos OIC sob a forma societária podem verificar-se diferentes exigências no que concerne à composição do órgão de administração da SIC. A questão da composição do órgão de administração da SIC é uma das matérias que não se encontra expressamente excluída da aplicação do CSC nos termos do artigo 21.º, n.º 2 do RGA. Mas importa todavia analisar se o regime do CSC poderá apresentar alguma incompatibilidade com a atual redação do RGA. Antecipamos que a resposta será negativa.

Efetivamente, o revogado RGOIC previa no seu artigo 51.º, n.º 1, al. b), quer na sua redação originária conferida pela Lei n.º 16/2015 de 24/02, quer pela 2.ª versão conferida pelo DL n.º 58/2018, de 09/07, a exigência de que o órgão de administração dos OIC sob forma societária autogerido fosse composto por, pelo menos, duas pessoas. Ou seja, por imposição legislativa este órgão era sempre um órgão colegial, composto, no mínimo, por dois membros, com idoneidade e experiência profissional comprovadas, impondo-se ainda a obrigação de integrar um número mínimo adequado de membros independentes. Note-se que esta exigência se impunha apenas para as SIC autogeridas, nada estando expressamente previsto para as SIC heterogeridas. Com as alterações operadas pelo DL 144/2019, de 23/09, o legislador afastou esta exigência, passando o RGOIC a ter uma redação muito mais aproximada à do atual RGA. Deste modo, tendemos a concordar com a opção adotada pelo legislador, até porque tal menção

---

estrutura tradicional/monista/latina, estando a administração está entregue a um único órgão, que pode ser colegial ou singular (CA ou Administrador Único); ii. estrutura germânica/dualista, estando a administração entregue, no essencial a um Conselho de Administração Executivo (ou Administrador Executivo Único), com exigência de um órgão de fiscalização reforçado; iii. estrutura monística/anglo-saxónica, estando a administração entregue ao Conselho de Administração, nos termos no modelo tradicional, mas com a diferença de, neste modelo, ter de ter pelo menos quatro membros visto que dentro do CA o existe um sub-órgão que tem que ter, pelo menos, 3 membros e que não pode ocupar a totalidade do órgão - art. 423.º-B/1 e 2 do CSC.

<sup>68</sup> Cfr. artigo 278.º, n.º 1 do CSC.

<sup>69</sup> Cfr. artigos 278.º, n.º 2, 390.º, n.º 2, 424.º, n.º 2 todos do CSC – quanto a este aspeto COUTINHO DE ABREU – Curso de Direito Comercial, Vol. II, 7.º Edição, p 71 – ensina que esta possibilidade de o órgão de administração ser composto apenas por um só administrador apenas se aplica às sociedades de estrutura tradicional ou estrutura do tipo germânico, sendo que nas sociedades de estrutura monística o órgão é sempre plural (CA), cfr. artigo 278.º, n.º 1, b) do CSC.

era redundante. O primitivo artigo 51.º do RGOIC vertia apenas sobre SIC autogeridas, que têm um capital social mínimo de 300.000 euros, motivo pelo qual, nos termos do CSC, também não seria possível para este tipo societário a existência de um órgão de administração singular (Administrador Único), possibilidade que como já se viu apenas existe para as SA cujo capital social não exceda os 200.000 euros. A manutenção de uma disposição legal semelhante àquela, justificar-se-ia caso esta estatuísse uma disposição especial, e em consequência afastasse o regime do CSC ou o tornasse inconciliável.

Assim, no que respeita às SIC autogeridas, e uma vez que o RGA exige, quer sejam constituídas com capital fixo ou variável, que tenham um capital inicial mínimo de 300.000 euros, evidencia-se que o Conselho de Administração adotará sempre a forma colegial – agora, não por imposição expressa do diploma que regula OIC, outrossim nos termos do artigo 390.º, n.º 2 (e 424.º, n.º 2) do CSC, *a contrario*.

Acresce que respeita às SIC autogeridas, importa salientar outro aspeto que nos permite sufragar o entendimento refletido no parágrafo que antecede. Como já se averiguou supra, a SIC autogerida está sujeita às normas que regem a atividade da SG, pelo que nos termos da alínea g) do artigo 29.º<sup>70</sup>, *ex vi* do artigo 62.º, a direção de topo<sup>71</sup> da SIC autogerida tem, necessariamente, de ser composta por pelo menos duas pessoas. Esta redação pode ser confusa, visto que não se pode confundir a expressão “direção de topo” com “composição do órgão de administração”. Queremos com isto dizer que o revogado artigo 51.º do RGOIC não se encontra agora refletido nesta alínea g) do artigo 29.º. O legislador pretendeu também acautelar esta diferenciação, deixando expressamente definido na alínea d), do artigo 9.º o que se deverá entender por “direção de topo”: são *as pessoas singulares que desempenhem funções executivas no órgão de administração ou que dirijam efetivamente a atividade da sociedade gestora*.<sup>72</sup> Ou seja, não têm de ser necessariamente membros do órgão de administração, podendo enquadrar-se na definição também diretores e/ou dirigentes que tenham poderes efetivos. Atento tudo o

---

<sup>70</sup> Semelhante estatuição decorrida já da versão final do agora revogado RGOIC, nomeadamente no seu artigo 71.º-A do RGOIC.

<sup>71</sup> O legislador ao recorrer à expressão “direção de topo”, faz denotar uma clara intenção em aproximar, em termos de redação legislativa, o regime dos OIC ao regime do Beneficiário Efetivo e das medidas de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo, quer no que respeita à noção legal decorrente da Lei 83/2017, de 18 de agosto, de beneficiário efetivo da al. h), do artigo 2.º desse diploma e, também, na respetiva al. n) onde também aí o legislador recorrer a “Direção de topo”. Denota-se, sem dúvida, uma forte influência do Direito da União Europeia, visto que todos estes diplomas, quer os respeitantes ao Regime Jurídico do Beneficiário Efetivo, do combate ao branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo e, também, o próprio RGA serem resultado da transposição de Diretivas de Direito da União Europeia. A expressão “direção de topo” visa refletir a expressão inglesa “*senior management*” e a expressão francesa “*membres d'un niveau élevé de la hiérarchie*”.

<sup>72</sup> Definição de “Direção de topo” prevista na al. d), do artigo 9.º do RGA.

*supra* exposto e, apesar da exigência de uma direção de topo plural, este requisito terá maior importância no que respeita ao regime jurídico das SG, visto que a SIC autogerida terá sempre um órgão de administração colegial.

Nas SIC heterogeridas não há qualquer requisito agravado relativamente ao CA no RGA, motivo pelo qual vigorará o disposto no CSC, já analisado superficialmente. Usualmente, os documentos constitutivos da SIC heterogerida, mormente o Regulamento de Gestão, estipulam que o CA da SIC é composto por 1 ou mais membros – permitindo assim a existência de um órgão de administração singular.<sup>73</sup>

Se nas SIC autogeridas o CA tem um papel ativo na gestão da SIC, como já se veio reiteradamente a aludir, nas SIC heterogeridas o mesmo não acontecerá.

Com efeito, nas SIC heterogeridas, havendo a delegação da gestão da sociedade na SG, nos termos do artigo 62.º, n.º 3 do RGA, são atribuídas ao CA apenas algumas funções, que embora não consideremos que sejam de importância reduzida, se constata não serem as funções tradicionalmente atribuídas a este órgão: a designação do depositário e do auditor, a definição da política de gestão – esta sim com mais relevância – e a fiscalização da atuação da SG. Compete igualmente ao CA a definição das condições de cessação, nomeação e substituição das entidades que prestam serviços à SIC, nomeadamente o depositário, o auditor e a entidade comercializadora. As competências e atribuições conferidas ao CA encontram-se limitadas pelas atribuições e competências atribuídas aos outros órgãos da SIC e, particularmente, à SG. Há assim uma limitação recíproca, inclusive de modo a evitar a sobreposição de competências. Existem limitações legais decorrentes da legislação aplicável (o RGA), não podendo em concreto ser exercidas determinadas funções pelo CA quando incompatíveis com o regime jurídico aplicável. É comum, de forma complementar, estabelecer-se como competências adicionais do CA a (i) a eleição do Presidente do Conselho de Administração, caso o mesmo não venha a ser nomeado pela Assembleia Geral, (ii) a cooptação de administradores, e (iii) o pedido de convocação de reuniões da Assembleia Geral. A competência do CA poderá ser também aferida de forma residual e *a contrario*, isto é, é prática comum que nos Regulamentos de Gestão deste tipo de OIC se atribua ao CA a possibilidade de deliberar sobre qualquer matéria relativa à gestão da SIC que não seja da competência da SG.

---

<sup>73</sup> Apesar de ser possível a designação de apenas um Administrador Único, esta opção não é muito adotada por parte dos acionistas. Note-se também que, na sua maioria, as SIC heterogeridas usualmente têm capitais sociais muito elevados, o que também afasta a possibilidade de optar por uma administração singular. Esta opção traria também outros inconvenientes e/ou limitação, por exemplo se a Sociedade pretendesse aumentar o seu capital social, o que também obrigaria a alterações na composição do CA.

Importa mencionar a aprovação de contas da SIC por parte do CA. É possível convencionar-se nos documentos constitutivos a necessidade de aprovação do Relatório e Contas anual por parte do CA. Ou seja, além da aprovação de contas em AG de acionistas, pode impor-se esta exigência adicional de aprovação por parte do CA<sup>74</sup>, em momento prévio à realização da AG.

### 3.5. O Depositário

Os ativos que compõem o património dos OIC, e que por este são geridos, são confiados a um único Depositário estabelecido em Portugal<sup>75</sup>. Como ensina PAULO CÂMARA<sup>76</sup>, o depositário assume uma dupla função: por um lado, a custódia dos ativos do OIC, função que decorre expressamente da lei<sup>77</sup>; por outro, deveres de fiscalização e acompanhamento do OIC que são confiados a esta entidade.<sup>78</sup> No âmbito desta segunda função inserem-se, com grande importância, a função de promover o pagamento aos participantes dos rendimentos das unidades de participação e do valor do respetivo resgate, reembolso ou produto da liquidação.<sup>79</sup>

Tipicamente assumem a posição de depositário os Bancos. Porém, a lei permite que sejam depositários não só as instituições de crédito, desde que disponham de fundos próprios não inferiores a 5.000.000 euros, mas também empresas de investimento autorizadas a prestar o serviço de registo e depósito de instrumentos financeiros por conta de clientes e que estejam sujeitas a requisitos de fundos próprios nos termos da legislação da União Europeia.<sup>80</sup> A relação contratual entre SG e depositário é formalizada por escrito, sujeitando-se a Lei Portuguesa, sendo a atividade desta entidade também remunerada através de uma comissão de depósito. O RGA permite que o depositário possa subscrever unidades de participação dos OIC

---

<sup>74</sup> Faz todo o sentido a imposição desta obrigação, a título convencional, devido ao facto de além da SG, também os membros do CA responderem solidariamente perante acionistas e a SIC; com esta imposição o CA terá uma palavra a dizer sobre as contas da sociedade apresentadas aos acionistas o que faz todo o sentido atenta a possibilidade de lhes ser exigida responsabilidade.

<sup>75</sup> Cfr. artigo 130.º do RGA.

<sup>76</sup> *In Ob*, citada, (2018), pág. 901

<sup>77</sup> Cfr. Art. 132.º al. b) do RGA

<sup>78</sup> Quando a este aspeto também a lei é expressa, ao estatuir na al. a) do artigo 131.º como dever do depositário “*Cumprir a lei, os regulamentos, os documentos constitutivos dos organismos de investimento coletivo e o contrato celebrado com a sociedade gestora, designadamente no que se refere à aquisição, alienação, subscrição, resgate, reembolso e à extinção de unidades de participação do organismo de investimento coletivo*”

<sup>79</sup> Para mais desenvolvimentos relativos à função e importância do Depositário, ver ANTÓNIO MENEZES BARRETO CORDEIRO, “O depositário no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo”, *in* O Novo Direito de Valores Mobiliários (2017)

<sup>80</sup> O RGA é ainda mais exigente quanto a estes requisitos cfr. artigo 130.º, n.º 2, al. b).

relativamente aos quais exerce as funções de depositário.<sup>81</sup>

No que concerne à subcontratação de funções,<sup>82</sup> esta deverá ser formalizada por escrito e só é permitida quando observados os apertados requisitos, sendo limitada à função de guarda de ativos. Por fim, o Depositário poderá ser responsável perante a SG e os participantes/acionistas pela perda, por si ou por terceiro subcontratado, de instrumentos financeiros confiados à sua guarda, bem como por qualquer prejuízo sofrido pelos participantes em resultado do incumprimento culposos das suas obrigações.<sup>83</sup>

O Depositário será um elemento essencial nas SIC heterogeridas (e também nas autogeridas), tratando-se sempre de um interveniente complementar à gestão da SIC, nomeadamente quanto à vigilância da sua Política de Investimento e ao cálculo do valor das ações, não tendo qualquer intervenção direta na sua gestão que possa perspetivar algum tipo de conflito quanto ao poder decisório.

## **CAPÍTULO IV – Conflitos quanto à vontade e poder decisórios entre a Sociedade Gestora e o Conselho de Administração**

### **4.1. Problema**

Parece-nos premente que nos OIC sob forma societária heterogeridos poderá verificar-se, eventualmente, dificuldade na coexistência de duas entidades (CA e SG) a quem são atribuídas funções com carácter decisório. Como se aflorou, esta problemática não se colocará nos Fundos (OIC sob a forma contratual) porque estes não revestem forma societária, com os respetivos órgãos sociais; e, nas sociedades autogeridas, porque toda a gestão da SIC fica “em casa”, cabendo ao CA a gestão da mesma em toda a sua amplitude (regime “atípico” dos OIC).

Temos, assim, que o problema em estudo emerge do facto de as SIC heterogeridas terem uma natureza dual. Por um lado, os órgãos típicos das sociedades comerciais, mas por outro a contratação de uma entidade terceira para a sua gestão, tal como acontece nos Fundos, tendo simultaneamente natureza jurídica de OIC “típico” e de sociedade anónima.

Efetivamente, os diplomas legais que consagram/consagraram o regime jurídico dos

---

<sup>81</sup> Cfr. artigo 130.º, n.º 3 do RGA

<sup>82</sup> Cfr. artigo 136.º do RGA

<sup>83</sup> Cfr. artigo 138.º do RGA

OIC visam regular a forma como deve ser exercida a gestão dos OIC. Porém, ainda a propósito do revogado RGOIC, salienta JOANA ROLA DE VELUDO<sup>84</sup> que o legislador *não clarifica de forma direta a compatibilização das funções entre EG (SG) e CA*. Aderimos totalmente a este entendimento, parecendo que a questão ficou ainda mais nebulosa com a entrada em vigor do novo RGA.

Tal questão fica evidenciada, nomeadamente, no que respeita ao contrato de heterogestão entre SIC e SG, isto porque a lei atual apenas estatui uma exigência de forma: que o contrato seja enforma escrita, nos termos do n.º 3 do artigo 62.º do RGA. O legislador optou assim por retirar as exigências (mínimas) substantivas relativas ao conteúdo do contrato que constavam do revogado artigo 59.º - D do RGOIC, que estipulava no seu n.º 2 um conteúdo mínimo deste contrato de heterogestão. A intenção do legislador, no RGA, parece ser no sentido de regular de forma mais intensa a atuação das SG (e, por conseguinte, diretamente das SIC autogeridas) e, dessa forma, indiretamente regular o regime jurídico dos OIC heterogestidos, onde se inserem as SIC. No demais, o legislador parece atribuir mais liberdade às partes na definição da sua atuação e no conteúdo dos seus documentos constitutivos e regulação da relação com as entidades intervenientes. Um outro exemplo desta opção do legislador é ter afastado as exigências relativas ao conteúdo do Regulamento de Gestão, precisamente em contraposição com o extenso revogado artigo 159.º do RGOIC, com obrigações apertadas quanto ao teor deste documento constitutivo.

A questão não ficou também resolvida, pese embora o caráter de novidade, com a inserção no RGA do artigo 66.º, com a epígrafe “Deveres de Organização”. Cumpre o seu sentido pedagógico/orientador ao estabelecer princípios de adequação e proporcionalidade dos meios a afetar à estrutura organizacional e os mecanismos, procedimentos e dispositivos a implementar para cumprimento das normas relativas à atividade do OIC gerido, consoante a sua natureza, escala e complexidade dos OIC. Porém, poderia efetivamente ter consagrado princípios (mais ou menos) orientadores, relativamente à forma como a SG e o CA poderiam atuar de forma complementar nas funções a exercer no OIC, podendo até recorrer à mesma técnica legislativa no sentido de fazer variar tal complementaridade consoante a natureza, escala e complexidade do OIC sob gestão. Acompanhamos também a crítica de JOANA ROLA DE VELUDO<sup>85</sup> (ainda sob o projeto do RGA) no sentido de que o RGA ficou aquém do esperado, ao não conceder mais flexibilização e competências ao CA no que respeita à monitorização da

---

<sup>84</sup> *In Ob. Citada* (2022), pág. 599

<sup>85</sup> *In Ob. Citada* (2022) pág. 599.

atuação da SG.

Portanto, as dúvidas que emergem da prática relativamente ao funcionamento e compatibilização entre estes órgãos parecem não ter ficado esclarecidas, de todo, com o novo diploma (nem sequer com o Regulamento da CMVM n.º 7/2023<sup>86</sup>, de 29 de dezembro). Subsiste assim, indubitavelmente, o núcleo problemático das SIC heterogeridas, que consiste em perceber de que forma podem os investidores e o CA conceder uma ampla margem de atuação à SG para tomar as decisões relativamente às opções de investimento a realizar, à celebração de contratos e negócios, à rentabilização, intervenção e oneração dos ativos da SIC, sem que o CA e os acionistas (em assembleia geral/assembleia de participantes) tenham possibilidade de acautelar, opinar e tomar parte em decisões que podem interferir com os seus interesses.

Analisaremos, portanto, como se compatibilizam as funções atribuídas a cada um destes intervenientes e de que forma podem os verdadeiros beneficiários do investimento fazer valer a sua posição, os mecanismos que têm ao seu alcance quando entram em conflito com as decisões tomadas pela SG, e ainda como mitigar ou controlar de forma mais cerrada o amplo poder conferido a esta entidade.

#### **4.2. As funções legalmente confiadas à Sociedade Gestora**

De tudo o que já temos vindo a analisar resta-nos evidenciar que, apesar da ambiguidade do legislador na definição das funções do CA nas SIC heterogeridas, não há dúvida que a gestão destes OIC sob a forma societária é exercida só e apenas pela entidade terceira, a SG. Apesar de, na prática, os CA poderem sentir-se atraídos a exercer funções de gestão, nomeadamente, em situações que discordam com as opções da SG, tal atuação está-lhes vedada por lei, competindo-lhes apenas a definição da política de gestão *a priori* e a fiscalização da atuação SG *à posteriori*. Corolário desta conclusão é também o facto de a regulação da gestão das SIC heterogeridas ser efetuada praticamente na sua totalidade por remissão para o regime dos OIC sob a forma contratual onde inexistente CA e, por isso, nem sequer se colocarão as dúvidas objeto deste estudo.

O artigo 63.º do RGA (e já o anterior artigo 66.º do RGOIC) é perentório. A própria lei, sempre que refere os OIC sob a forma societária heterogeridos, também o é, ao estatuir

---

<sup>86</sup> RRG - Regulamenta o Regime da Gestão de Ativos, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 27/2023, de 28 de abril, e revoga os Regulamentos da CMVM n.os 2/2015, de 17 de julho, e 3/2015, de 3 de novembro

expressamente na sua noção “*consoante designem ou não uma terceira entidade para o exercício da respetiva gestão*”. A gestão da sociedade é indubitavelmente transferida para esta entidade terceira, não cabendo de modo algum ao CA<sup>87</sup> intervir e/ou influenciar as decisões de gestão, administração, risco e investimento adotadas pela SG.

O legislador confere aos investidores, ao abrigo da sua autonomia privada e liberdade contratual (art. 405.º e 219.º CC), uma ampla margem de liberdade no que concerne à determinação da relação entre a SIC e a SG, podendo a primeira conferir mandato à segunda numa maior ou menor extensão, isto é, conferindo expressamente mais ou menos atos de gestão (e outros relacionados) aquele interveniente. Independentemente do que ficar estipulado no contrato de heterogestão, e/ou no Regulamento de Gestão, o legislador atribui expressamente à SG determinados atos que lhe cabem no âmbito do exercício das suas funções de gestão de OIC, no artigo 63.º, n.º 2 do RGA.

Assim, é inequívoco que por atribuição legal é a SG, e só esta, quem gere o investimento do OIC.

Importa todavia fazer aqui um parêntesis apenas para refletir que o investimento efetuado pela SG terá sempre de respeitar a Política de Investimentos definida em momento anterior nos documentos constitutivos pelos acionistas. Mas a al. a), do n.º 2, do artigo 63.º do RGA não deixa margem para dúvidas, ao atribuir à SG a função de executar e adotar todos os atos de investimento. Inserindo-se aqui, como já aludido, a análise de oportunidades de investimento e a realização de negócios; a seleção, aquisição e alienação de ativos, identificando e avaliando os bens que atendem aos objetivos da política de investimento; a negociação dos termos das transações e respetiva execução; administração dos ativos detidos pela SIC tendo em vista a maximização do seu valor e frutos, explorando os rendimentos, incluindo locação/arrendamento, manutenção e desenvolvimento de projetos sobre os mesmos.

Concomitantemente, e de forma indissociável, caberá à SG (al. b)) identificar os diversos tipos de risco que podem estar associados aos investimentos a realizar (riscos de mercado, liquidez, estabilidade, crédito, operacionais entre outros), e desenvolver e implementar estratégias que visem a sua mitigação.

Competirá ainda à SG a administração da sociedade, em sentido lato (cfr. al. c)), “*administra o organismo de investimento coletivo*”. Aqui inserem-se todos os atos de

---

<sup>87</sup> Nem sequer aos investidores é permitida tal intervenção nas decisões de gestão, nomeadamente em sede de AG de acionistas, desde logo como decorre do artigo 373.º, n.º 3 do CSC – que segundo interpretação da grande maioria dos Autores se trata de uma norma imperativa – neste sentido COUTINHO DE ABREU *in* (2010) *Governança das Sociedades Comerciais*, (2010), p. 50

administração corrente, competência da Gerência ou da Administração nas sociedades comerciais. E em sentido especial, tendo o legislador inserido no RGA atos especiais de administração incumbidos à SG.<sup>88</sup> Na prática, as SG (e as SIC autogeridas) designam um “*Compliance Officer*”, que é um membro da sociedade a quem tradicionalmente são atribuídas funções de alta responsabilidade no que concerne à verificação do cumprimento interno das (muitas) obrigações que impendem sobre estas sociedades. Incluem-se nestes atos de administração da SIC as constantes obrigações legais de comunicação e informação à CMVM, que assumem importância redobrada neste tipo de veículos de investimento. Mas não só, visto que, a estas obrigações “especiais” acrescem ainda todas as demais a que estão obrigadas as sociedades comerciais comuns, nomeadamente declarações fiscais, contabilísticas, registrais, declarações RCBE, comunicações ao IMPIC (nos OIA imobiliário)<sup>89</sup>, à Segurança Social, à Autoridade para as Condições de Trabalho, Branco de Portugal e muitas outras incumbências que impendem sobre as SIC e que devem ser asseguradas pela SG.

O legislador prevê ainda expressamente, na al. d), a função de comercializar as unidades de participação, *in casu* ações, dos OIC sob gestão.

Cabe então à SG a gestão total das SIC heterogeridas, gerindo o património, os investimentos e o seu risco, e cumprindo os deveres de informação à CMVM e aos acionistas, sempre no cumprimento dos deveres previstos nos artigos 64.º e 65.º do RGA. Salientando-se, no seio destes, a al. c) do artigo 64.º do RGA que exige à SG uma elevado grau de *competência, cuidado e diligência*, o que nos permite também concluir que impende sobre esta a obrigação de atuar de acordo com o critério de um administrador diligente e criterioso, obedecendo aos devedores de cuidado e lealdade que decorrem do artigo 64.º do CSC.<sup>90/91</sup> Mister será também o facto de estar legalmente obrigada a atuar, a todo o momento, no exclusivo interesse dos acionistas, devendo sempre, e em qualquer circunstância, dar prevalência aos interesses destes em relação aos seus próprios interesses e de entidades relacionadas (65.º RGA). Este princípio tem de orientar sempre a atuação da SG sendo certo que, em princípio, será sempre cumprido praticamente em todas as situações pois a SG terá todo o interesse em zelar pelos interesses dos

---

<sup>88</sup> Cfr. subalíneas da al. c) do n.º 2, do artigo 63.º do RGA.

<sup>89</sup> A análise efetuada é sempre a partir dos OIA imobiliários, motivo pelo qual às funções atribuídas à SG pelo n.º 2 do artigo 63.º, acrescerão as previstas no n.º 3.

<sup>90</sup> Deveres legais gerais (expressão de COUTINHO DE ABREU *in* Responsabilidade Civil do Administrador (2010)) que a que estão obrigados os administradores sob pena de incorrerem em responsabilidade.

<sup>91</sup> “...as sociedades gestoras e os respetivos administradores, devem observar uma bitola igualmente de cuidado, revelando o conhecimento da atividade da sociedade adequado às suas funções e empregando neste âmbito, a diligência de um gestor criterioso e ordenado (art.º 64.º/2/a)” - António Barreto Menezes Cordeiro, Código das Sociedades Comerciais Anotado, Reimpressão da 2.º Edição, Almedina: Coimbra (2014), 243 e ss

acionistas, nomeadamente para efeitos remuneratórios que podem estar associados ao sucesso do OIC.

Falamos, concretamente, dos deveres de lealdade (64.º, n.º 1, al. b CSC) da SG na sua atuação, “*exclusivamente terem em vista os interesses da sociedade e procurarem satisfazê-los, abstendo-se portanto de promover o seu próprio benefício ou interesses alheios*”.<sup>92</sup> Emerge, porém, analisar de que forma se compatibilizam os deveres de lealdade aos quais a SG se encontra vinculada e os interesses dos *stakeholders* previstos na parte final do art. 64.º, n.º 1, al. b CSC. Isto porque, por imperativo legal, estão os administradores obrigados a acautelar o interesse das pessoas que sustentam a sociedade, tais como trabalhadores, clientes e credores. E, no nosso entendimento, a SG fica igualmente vinculada à consideração dos interesses dos *stakeholders*, não se vislumbrando necessariamente uma contradição entre tal acautelamento e a necessidade de atuação no exclusivo interesse dos participantes. Aliás, o Administrador tradicional das sociedades comerciais também o está, motivo pelo qual a todo o Administrador e SG caberá, ao abrigo da sua gestão prudente, criteriosa e ordenada, encontrar o equilíbrio adequado e responsável onde os interesses dos sócios são priorizados complementarmente com a valorização dos interesses destes *stakeholders* essenciais para a sustentabilidade da SIC, não podendo nunca ser descurados.

Resta-nos concluir que a SG é então responsável por gerir os ativos e investimentos da SIC, através de uma relação de fidúcia<sup>93</sup>, no exclusivo interesse dos acionistas – verdadeiros beneficiários e proprietários dos ativos da SIC – e de modo independente..

#### **4.3. As funções do CA: um Conselho de Administração que não administra?**

O CA não deixa de ser um órgão relevante, mesmo nas SIC heterogeridas. Porém efetivamente não possui qualquer poder decisório no que concerne às decisões de investimento, que como vimos ficam totalmente confiadas à SG, ficando esvaziado de funções de gestão. Igualmente, não significa isto que não possa interferir de forma indireta com os desígnios da sociedade, não através de um papel decisório, outrossim no papel de fiscalizador da atividade da SG.

---

<sup>92</sup> Definição de COUTINHO DE ABREU *in* Responsabilidade Civil do Administrador (2010)).

<sup>93</sup> CARLOS COSTA PINA, Instituições e Mercados Financeiros,406 vai no sentido de se tratar de uma relação fiduciária complexa.

Sem prejuízo de todo o tipo de funções que podem convencionalmente ser atribuídas ao CA nos documentos constitutivos da SIC heterogerida, a lei *per se* limita-se a conferir a este órgão a designação do depositário e do auditor, a definição da política de gestão e a fiscalização da atuação da SG (artigo 62.º, n.º 3 RGA). E note-se que destas apenas a última é exercida pelo CA de forma totalmente autónoma, visto que as demais, na grande maioria dos casos, ficarão até previamente definidas pelos acionistas no momento da constituição da SIC. E naquela última, que consiste em fiscalizar a SG, apesar de o CA poder dirigir avisos/pareceres/notificações à SG, o verdadeiro poder a exercer sobre a mesma apenas caberá à AG de acionistas (ainda que com base nos relatórios do CA) como *infra* se verá. Pelo que até a função de fiscalização, embora muito importante, não confere “poder efetivo” ao CA.

O papel que a lei lhe atribui não transforma o CA num mero figurante, mas leva-nos a questionar se faz sentido continuarmos a falar de um Conselho de “Administração” nas SIC heterogeridas, atenta à ausência total, na sua esfera, de funções de gestão e administração.

COUTINHO DE ABREU<sup>94</sup> ensina, a propósito do conceito de “administração” societária, que *“a administração compreenderá as decisões estratégicas ou fundamentais sobre os objetivos empresariais a longo prazo, as correspondentes organização dos meios produtivos, dimensão e localização da(s) empresas(s), as várias políticas empresariais – produção (tipos de produtos e mercados destinatários), distribuição, pessoal, financiamentos -, o provimento dos postos laborais de direção, o sistema informacional inter orgânico e intra-empresarial, Depois, entram na administração os actos (materiais ou jurídicos) de execução ou desenvolvimento daquela “alta direcção”, quer os de carácter extraordinário, quer os de “gestão corrente” ou técnico-operativos quotidianos.”*. Este Autor nota ainda a diferença de administração das “empresas da sociedade” e da “própria sociedade”, sendo a primeira a mais relevante e essencial ao fim último da sociedade (lucro), e respeitando a segunda à organização e funcionamento dos órgãos.<sup>95</sup>

Atento tudo o que temos vindo a analisar, é evidente nada resta ao CA no que concerne à administração da SIC no sentido mais relevante: todas as decisões estratégicas no que concerne a atingir os objetivos da sociedade, atuação no mercado, financiamentos e respetivos atos de execução são por lei atribuídos à SG, precisamente como vimos supra. Os únicos atos que podem ser atribuídos ao CA, e apenas se assim ficar estatuído nos documentos

---

<sup>94</sup> In Governação das Sociedades Comerciais, 2ª Edição, Almedina, 2010, pág. 40

<sup>95</sup> O mesmo autor exemplifica, quanto a esta segunda dimensão a escolha do presidente do CA, a cooptação de administradores, convocação de AG e projetos de transformação da sociedade por referência ao artigo 406.º do CSC – precisamente funções que, na generalidade das SIC heterogeridas, são conferidas contratualmente ao CA.

constitutivos, serão essencialmente atos relativos à “própria sociedade”, tendo uma intervenção meramente associada à organização e funcionamento dos órgãos da SIC, muitos dos quais envolvendo apenas o próprio CA e, portanto, sem qualquer capacidade decisória, ficando esta entregue à SG. É notório, portanto, que o CA não administra, não exercendo a função que por lei lhe é primordialmente atribuída, daí que nos questionemos se fará sentido continuar-se a dar a mesma designação a este órgão, com toda a importância associada à terminologia decorrente das usuais funções dos CA. Veja-se que, mesmo em representação da SIC, não se vislumbra uma intervenção do CA que vá muito além da assinatura do contrato de heterogestão, visto que, daí em diante, passará a ser a SG a representar e obrigar a sociedade nos termos estabelecidos nos documentos constitutivos.

Apesar da conclusão que antecede, será necessário reiterar que tal não torna este órgão irrelevante, porque a função de fiscalização da atuação da SG assumirá um papel importante. E esta função de fiscalização poderá ser analisada num duplo sentido: numa perspectiva de avaliação da atuação daquela e dos seus atos e dos seus resultados, elaborando relatórios sobre a forma como a SG exerce a gestão; e numa perspectiva mais proactiva de, constantemente, fiscalizar a forma como a SG se encontra a atuar no mercado, nomeadamente se está a aproveitar oportunidades de negócio, a atuar nos *timings* que o mercado exige, ou a cumprir a lei no que concerne à obtenção de licenças/autorizações. Na primeira vertente de atuação poderá elaborar relatórios positivos/negativos para apresentar aos acionistas (ou mesmo rejeitar a aprovação do relatório e contas, caso tal função lhe esteja incumbida); na segunda vertente, caso a SG não atue em conformidade com a política de investimento ou se verifiquem graves omissões, pode o CA interpelar formalmente a SG para que a mesma aja em conformidade com as suas obrigações legais.

O CA, ativo na sua função, poderá ter um derradeiro e relevante papel de supervisão da atuação da SG, com efeitos práticos na SIC, embora sem papel decisório.

Não obstante estas atribuições diferentes em relação aos típicos CA das sociedades comerciais, não descuremos que os membros do CA continuam obrigados a atuar nos termos do artigo 64.º do CSC, vinculados aos deveres de lealdade, cuidado e diligência de modo a satisfazer o interesse da SIC em toda a sua atuação, nomeadamente no exercício das funções que lhe estão confiadas (vertente positiva, *facere*), mas também, numa vertente negativa (*non facere*), no respeito pelas funções atribuídas à SG, abstendo-se da adoção de comportamentos que são da competência desta última.

Importa ainda, neste seguimento, fazer referência à possibilidade de convencionar nos documentos constitutivos a necessidade de aprovação do Relatório e Contas anual por parte do CA como uma função essencial. Embora o presente estudo não verse sobre o regime da responsabilidade nas SIC, urge referir superficialmente o mesmo, visto que apesar de os membros do CA não gerirem a SIC podem ser responsabilizados perante os acionistas e a própria SIC, respondendo solidariamente com a SG. Esta responsabilização está prevista no artigo 62.º, n.º 5 do RGA<sup>96</sup>, que refere que os administradores do CA respondem solidariamente entre si (e com os membros dos órgãos de fiscalização) pelo incumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres que lhe são confiados por lei. E respondem ainda solidariamente com a SG pelos danos causados por esta na sua atuação de gestão, nas situações em que tal não teria ocorrida caso o CA cumprisse com os seus deveres de fiscalização.

Atento este regime de responsabilidade do CA, é dotado de todo o sentido a estipulação nos documentos constitutivos de que a aprovação de contas careça também de uma aprovação pelo CA, sob pena de poderem vir a ser responsabilizados os membros de um órgão que não teve qualquer intervenção nos atos praticados. Com a possibilidade de aprovar o relatório e contas anual acaba por ter uma oportunidade para salvaguardar a sua posição, sem prejuízo das funções de fiscalização que lhe competem e que devem ser cumpridas ao longo do ano. Este regime de responsabilidade é uma das principais críticas<sup>97</sup> apontadas às SIC heterogeridas, precisamente pelo desequilíbrio que existe entre os órgãos e que coloca o CA numa situação manifestamente frágil, visto que enquanto o papel decisório está totalmente entregue à SG, isso contrasta diametralmente com responsabilidade solidariamente partilhada pelo CA, que não teve qualquer intervenção decisória.

Apesar de entendermos a crítica, e a acompanharmos até certo ponto, não podemos descurar que esta previsão é um corolário de uma das funções atribuídas ao CA: fiscalizar a atuação da SG. Aplaudimos a opção do legislador no que concerne à responsabilidade solidária pelos danos causados pela atuação da SG, em prever uma responsabilidade (muito) limitada com apertados requisitos. Note-se que para o CA ser solidariamente responsável é necessário que (i) a atuação da SG tenha produzido danos, (ii) o CA tenha incumprido (e aqui

---

<sup>96</sup> A redação deste artigo no novo RGA, é muito semelhante à do anterior n.º 5.º, do artigo 59.º-D do RGOIC,: “5 - Os membros dos órgãos de administração e fiscalização de sociedade de investimento coletivo heterogeridas respondem perante os acionistas e a sociedade nos seguintes termos: a) Solidariamente entre si, pelo incumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres previstos no n.º 3 (designar o depositário e o auditor, definir a política de gestão e fiscalizar a atuação da sociedade gestora); b) Solidariamente com a sociedade gestora, pelo dano que não se teria produzido se tivessem cumprido os seus deveres de fiscalização” (artigo 62.º, n.º 5)

<sup>97</sup> Nomeadamente uma crítica apontada por JOANA ROLA DE VELUDO, *in Ob. Citada* (2022), pág. 607 (e conclusão), mas que não acompanhamos em toda a sua extensão.

ter-se-á de fazer acrescer um requisito de culpa, ainda que presumida) os deveres de fiscalização, e que (iii) exista um nexo causalidade entre o não cumprimento dos deveres de fiscalização e a produção do dano (afastando todas as situações em que caso os deveres tivessem sido cumpridos, o dano fosse inevitável). Apesar de poder parecer desproporcional responsabilizar o CA atenta a falta de intervenção deste na gestão, parece claro que o legislador pretendeu, e conseguiu, que a responsabilidade se limitasse às situações em que o CA incumpra totalmente a sua função de fiscalizar a SG.

No nosso entendimento, o cerne do problema quanto à possível responsabilização do CA incide sobre a dificuldade, ou mesmo impossibilidade, de este órgão conseguir exercer cabalmente os seus deveres de fiscalização, nomeadamente de aceder aos dossiers da SIC, à informação/estado dos ativos e das oportunidades de negócio, à informação contabilística e demais elementos que se mostrarão essenciais para o exercício da função de supervisão. Pois não se pode descurar que um dos princípios basilares da atuação da SG é a sua independência.<sup>98</sup> As situações de impossibilidade de fiscalização da SG por motivos não imputáveis ao CA é que terão um tratamento mais delicado, no nosso entendimento, na verificação da situação de responsabilidade solidária.<sup>99</sup>

#### **4.4. A salvaguarda do interesse dos sócios no atual quadro legal**

Analisadas as funções atribuídas por lei aos órgãos que compõem a SIC e feita a devida distinção sobre quem detém o poder decisório e capacidade de decisão no que concerne à gestão e ao investimento, urge analisarmos de que forma podem os verdadeiros proprietários acautelar os seus interesses quando entendam que a SG (e até o CA), vinculada a estritos deveres fiduciários, não está a zelar pelos mesmos.

A opção pelo investimento coletivo visa rentabilizar os montantes investidos por parte dos sócios no caso das SIC heterogeridas, de forma a obter benefícios do investimento conglobado. A própria lei estatui que a atuação da SG – quer junto dos Fundos, quer junto das SIC heterogeridas – tem como pressuposto o exclusivo interesse dos participantes. Os próprios

---

<sup>98</sup> Cfr. artigo 10.º do RGA – a atuação de modo independente pressupõe que a SG aja de forma autónoma, sem submissão à vontade dos sócios e também de modo independente ao CA (certamente que a SG que por lei já está obrigada a apertados deveres fiduciários e de reporte, além de que é responsável pela sua atuação, não apreciará ter uma constante e apertada supervisão por parte do CA).

<sup>99</sup> A dificuldade de acesso por parte do CA aos elementos necessários à fiscalização poderá ser também mitigada através de algumas das soluções que propomos no capítulo V deste estudo.

OIC são precisamente veículos criados e impulsionados pelos investidores que entendem ser esse o melhor meio de investimento, aí aplicando os seus ativos. É por isso que, em toda esta análise, o superior interesse dos participantes/acionistas das SIC heterogeridas é a mais importante questão que carece de ser salvaguardada.

Apesar deste facto, terão os acionistas alguma possibilidade de exercer influência na gestão da SIC? A resposta parece ser negativa, se falarmos de uma influencia direta. Parece até que é a própria vontade do legislador no RGA conferir o papel da “gestão” a outrem e, aos investidores, conferir o mero e único papel de “investir”. Optando os sócios por constituir uma SIC heterogerida, isso significa que estão a aceitar os respetivos documentos constitutivos, nomeadamente o Regulamento de Gestão. Neste documento constitutivo eles designam a SG que ficará responsável pela gestão, aceitando conferir mandato (mormente através do contrato de heterogestão) a esta para gerir a SIC podendo explicitamente confiar-lhe funções, nomeadamente que não decorram expressamente da lei. A concessão destes poderes à SG é efetuada, claro está, no pressuposto de que daí em diante os sócios não interferirão nas funções confiadas àquela entidade.

Uma das conclusões passíveis de se retirar do regime é que a propriedade e a gestão não coincidem, sendo exercidas em separado – contrariamente até às típicas sociedades comerciais mais pequenas (e familiares) em que, usualmente, os membros que compõem a gerência ou o CA são eles próprios acionistas. Claro está, esta separação entre propriedade e gestão não é nova, surge igualmente nas sociedades comerciais anónimas de maior dimensão, onde existe a contratação de – administradores executivos, profissionalizados e não necessariamente acionistas, para integrarem os CA, apesar de tradicionalmente se manterem alguns acionistas na composição do órgão. Isto poderá constituir um problema devido a potenciais situações de conflito de interesses, atuando os administradores com a perspectiva de aumentar os seus benefícios e minimizar os seus riscos pessoais, em vez do interesse da sociedade e da maximização do lucro dos acionistas. Este risco pode ser mitigado com a previsão da remuneração associada ao desempenho e uma fiscalização apertada da atuação dos administradores. Por este motivo, surge com redobrada importância a *bitola da diligência*<sup>100</sup>, impondo-se uma exigência superior à do imperativo legal do *gestor criterioso e ordenado* (64.º, n.º 1, al. a) *in fine*) aos administradores que gerem bens alheios, numa relação fiduciária, aos quais se exige um esforço acrescido no cumprimento destes deveres.

---

<sup>100</sup> Expressão de CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES BARRETO, (2014), p. 243 no âmbito do Dever de cuidado dos administradores – art 64.º, n.º 1, al. a) CSC.

Relativamente às SIC heterogeridas, temos os “proprietários” que não a administram, e temos os administradores da SIC (SG), com poderes de domínio, que não são proprietários.<sup>101</sup> Esta privação de interferência na gestão por parte dos investidores é uma das críticas efetuadas, nomeadamente por PEDRO GAIVÃO, relativamente aos fundos fechados, “*Ou seja, têm um património que lhes pertence, mas que não podem administrar, pois o poder decisório é somente da sociedade gestora*”.<sup>102</sup> Mas nas SIC heterogeridas será assim? Estarão os acionistas totalmente restringidos na sua capacidade de intervenção?

Como se referiu supra, efetivamente estão impedidos de influenciar diretamente a gestão da SIC e interferir nas opções de investimento. Sem prejuízo disso, podem os sócios ter uma intervenção prática – embora não se trate de uma intervenção na gestão da SIC – em sede de Assembleia Geral de Acionistas (Assembleia de participantes)<sup>103</sup>. Como ensina PAULO CÂMARA<sup>104</sup>, um dos direitos associados à posição jurídica de Participante é “*o direito de participar e a votar nas assembleias de participantes (...) Nos organismos de investimento alternativo fechados algumas das alterações significativas do regulamento de gestão estão dependentes de aprovação através da assembleia de participantes.*”; os direitos dos participantes são os que resultam da lei e também os que decorrem do convencionado no Regulamento de Gestão do OIC.

A intervenção dos sócios neste órgão pode não parecer relevante, visto que a Assembleia de Participantes não pode pronunciar-se sobre decisões concretas de gestão ou tomar decisões de investimento em substituição do órgão responsável pela gestão. Porém, nas SIC fechadas (e apenas nestas devido à sua natureza) pode este órgão aprovar alterações ao Regulamento de Gestão (se o próprio o permitir – cfr. artigo 212.º, n.º 2, al. b) e n.º 3 do RGA). Como já se pode inferir a este ponto, e porque determina, nomeadamente, a Política de Investimento da SIC, os poderes conferidos à SG e vários outros aspetos cruciais ao funcionamento da SIC, o Regulamento de Gestão é o mais importante documento constitutivo da SIC. Ora, se os

---

<sup>101</sup> Neste sentido PINHO, CATARINA *in* Os fundos de investimento mobiliário no Direito português: natureza jurídica e exercício do direito de voto pela entidade gestora, in RDS, IV, 1, Almedina: Coimbra (2012), 741

<sup>102</sup> GAIVÃO, PEDRO Temos em Portugal uma completa falta de estabilidade fiscal, artigo de opinião na Revista Vida Judiciária, n.º 195, maio/junho (2016)

<sup>103</sup> A convocação, funcionamento e deliberações da assembleia de participantes de OIA fechado regem-se pelo disposto no Código das Sociedades Comerciais para as assembleias de acionistas, com exceção das normas incompatíveis e das matérias especificamente reguladas no RGA; igualmente o regime da invalidade das suas deliberações rege-se pelo regime da invalidade de deliberações de sócios de sociedades comerciais – cfr artigo 212.º do RGA. CÂMARA PAULO *in* Ob. Citada (2018) pág. 903 ensina também que as regras sobre o funcionamento da Assembleia de Participantes podem ser alteradas nos documentos constitutivos dos OIC fechados, sendo nomeadamente admissível o encurtamento dos provados relativos à convocatória.

<sup>104</sup> *In* Ob. Citada (2018) pág. 903.

acionistas gozam, em princípio e se assim o determinarem inicialmente, da prerrogativa de alterar o Regulamento de Gestão, significa isso que a qualquer momento podem deliberar introduzir mais ou menos restrições no Regulamento de Gestão, intervindo indiretamente não na gestão quotidiana da sociedade, mas nos desígnios da mesma de um ponto de vista “macro”.

Embora nas SIC fechadas possam ser tomadas várias decisões em sede de Assembleia de Participantes (cfr. artigos 211.º e seguintes do RGA) não com tanta relevância para o presente estudo, não se pode descurar a possibilidade de este órgão, quando o Regulamento de Gestão o permita, deliberar a substituição da SG, por iniciativa desta ou dos Participantes (note-se que estamos no âmbito de uma alteração ao Regulamento de Gestão). Este facto é de extrema relevância, visto que, como se referiu supra, a escolha da SG não tem de ser uma decisão imutável, e a previsão desta contingência no documento constitutivo é, aliás, uma das formas mais eficazes de controlar a sua atividade, bem como de permitir aos acionistas terem algum poder efetivo sobre a “sua” sociedade.

## **CAPÍTULO V – Possíveis soluções quanto ao conflito do poder decisório**

Perscrutado de forma pormenorizada o regime jurídico das SIC heterogeridas, não nos resta senão concluir que o poder decisório – no sentido da definição dos investimentos a realizar, da gestão dos ativos da SIC e do destino a conferir ao produto do investimento dos acionistas – está confiado exclusivamente à SG.

Sem prejuízo do que antecede, averiguado está também que apesar da delegação dos poderes de gestão a esta entidade externa, o CA e os acionistas em sede de AG gozam de algumas prerrogativas que, indiretamente, podem influenciar os desígnios da SIC, apesar de não terem a capacidade de interferir diretamente com os atos de gestão e decisões de investimento.

Apesar de parecer clarificado o papel de cada um destes intervenientes, carece ainda de análise compreender se acionistas e CA, apesar de optarem por um veículo de investimento que concede uma ampla margem de atuação à SG, têm ao seu alcance algum mecanismo ou instituto que lhes permita mitigar a possibilidade de ficarem totalmente “na mão” da SG e do poder a esta conferido, na eventualidade de discordarem ou entrarem em conflito com as opções tomadas por esta entidade e com a política de gestão por esta perfilhada.

E antevemos que existem, de facto, mecanismos que permitem acautelar a posição dos

acionistas e do CA, de forma a mitigar a desvantagem que se aponta às SIC heterogeridas, isto é, o menor controlo sobre a gestão, que é conferida a uma entidade externa, e a dificuldade de haver um encontro uno de vontades entre SG, CA e acionistas. A legislação portuguesa (e europeia), aliadas às práticas de mercado, permitem a implementação de mecanismos ou estratégias que visam garantir uma gestão eficaz por parte da SG e que esteja alinhada com os interesses dos investidores e do CA.

Na nossa opinião, a forma mais eficaz de solucionar o núcleo problemático salientado é através dos documentos que regulam a relação entre a SIC e a SG: o regulamento de gestão e o contrato de heterogestão, que devem ser o mais detalhados quanto possível de modo a diminuir a margem de discricionariedade da SG. Se no primeiro os investidores definem a Política de Investimento da SIC e os poderes que acordam conferir à SG, no segundo estamos verdadeiramente perante um negócio jurídico entre a SIC e a SG, através do qual a primeira confere à segunda, sempre com o objetivo de rentabilizar e obter retorno dos investimentos, os poderes e a responsabilidade para gerir e administrar os ativos da sociedade de acordo com os objetivos e políticas previamente estabelecidos.

Como se referiu anteriormente, o legislador optou por afastar as exigências de conteúdo deste contrato no novo RGA. Apesar desta opção, o revogado artigo 59.º - D, n.º 2 pode continuar a ser usado como princípio orientador para o estabelecimento do conteúdo do contrato de heterogestão, principalmente no disposto na sua al. a), relativamente aos “*mecanismos e procedimentos de articulação e de troca de informação necessários ao cumprimento dos deveres de cada entidade*”. Esta alínea é de suma importância, e apesar de deixar de constituir uma exigência legal, no nosso entender continuará a ser objeto de especificação no contrato de heterogestão. Até porque apenas com a regulação contratual destes procedimentos é que o CA conseguirá executar devidamente as suas funções de fiscalização. O contrato de heterogestão deve ainda especificar os termos e condições em que a SG deve efetuar a gestão, definindo de forma clara e específica das responsabilidades desta, os limites da sua autoridade e, com importância acentuada, os objetivos do investimento. Podem os acionistas incluir, no acordo que vieram a celebrar, exigências agravadas de reporte e apresentação de relatórios por parte da SG, atribuir metas de desempenho (de cariz negativo ou positivo) e estabelecer as respetivas consequências do cumprimento/incumprimento, e muitas outras estipulações ao abrigo da sua autonomia privada e liberdade contratual (art. 405.º e 219.º CC), sempre com a ressalva de garantir o cumprimento da lei.

No nosso entendimento, o cerne da questão no que concerne à limitação da atuação da

SG é precisamente a existência de uma vinculação contratual detalhada, que coarte a atuação da SG sob pena de, em última instância, incorrer em responsabilidade obrigacional por incumprimento do contrato de heterogestão. De forma conjugada, deverá a SIC acautelar-se através da sua política de investimentos prevista no Regulamento de Gestão, que deverá ser também muito bem definida e detalhadamente delimitada<sup>105</sup> e, dessa forma, indiretamente controlar as operações de investimento que podem ser livremente executadas pela SG. Falamos aqui de limitações de investimento de conteúdo prático, podendo este documento constitutivo definir, por exemplo, o tipo de ativos nos quais a SG poderá investir (v.g. apenas em prédios urbanos), fixar o valor mínimo em caso de alieação dos ativos, fixar o valor máximo de investimento na reabilitação de ativos, o valor máximo de cada tipo de negócio (v.g. limitar a compra de imóveis ao montante de 300.000 Eur), restringir o investimento da SIC a determinada área geográfica, entre muitas outras possibilidades.

Note-se, por fim, que estes documentos estarão sempre sujeitos à supervisão da CMVM<sup>106</sup>.

Um outro mecanismo, e dos mais eficazes na limitação dos poderes da SG, é a criação de um (ou mais) comité de investimento.<sup>107</sup> A designação pode ser esta que avançamos, como qualquer outra que os acionistas pretendam adotar,<sup>108</sup> sendo certo que se tratará sempre de um comité com funções consultivas.

O revogado RGOIC previa expressamente no seu artigo 159.º, n.º 4, alínea d), a propósito do conteúdo do regulamento de gestão nos OIA fechados, a possibilidade de se prever *a existência e a competência de comités consultivos ou de investimentos e de consultores*

---

<sup>105</sup> Note-se que, como se referiu, o conteúdo do Contrato de Heterogestão e do Regulamento de Gestão é definido ao abrigo da autonomia privada e liberdade contratual (art. 405.º e 219.º CC) das partes, tendo sempre como limite as exigências legais, motivo pelo qual o seu conteúdo será sempre negociado pelos intervenientes. Significa isto que, podem existir SIC onde os acionistas pretendam acautelar mais a sua posição e colocarem exigências e limitações agravadas nestes documentos à atuação da SG, porém podem existir outras SIC nas quais os acionistas, mais desinteressados, possam pretender conferir à SG uma ampla margem de atuação confiando totalmente no discernimento e tomada de decisão da SG, até porque, lembremos, usualmente a remuneração das SG é diretamente proporcional aos bons resultados da SIC, motivo pelo qual terão total interesse na boa administração dos ativos da SIC.

<sup>106</sup> Cfr. artigo 22.º, n.º 3 do RGA.

<sup>107</sup> Documento europeu de particular relevo nesta matéria, e que poderá ser utilizado de forma análoga às SIC (porque não aplicável diretamente, prevendo recomendações para comités do CA, com pouco espaço de aplicação no ordenamento jurídico português), é a Recomendação da Comissão de 15 de fevereiro de 2005, relativa ao papel dos administradores não executivos ou membros do conselho de supervisão de sociedades cotadas e aos comités do conselho de administração ou de supervisão.

<sup>108</sup> Existirá liberdade dos acionistas na definição dos comités que entendam como necessários para o cumprimento dos desígnios da SIC, bem como na denominação e funções que lhes pretendam atribuir. Podem tratar-se de comités de gestão, comités de investimento, comités de origeminação, comités de desinvestimento, comité de recomendação, comités de acompanhamento, comités económicos entre outros.

*externos.*<sup>109</sup> No novo RGA, com a opção do legislador em afastar a previsão do conteúdo do Regulamento de Gestão, deixa de estar prevista expressamente a possibilidade da criação destes comités. Não vislumbramos, todavia, nenhuma intenção do legislador em proibir a existência destes comités, motivo pelo entendemos continuar a ser um mecanismo de extrema utilidade para ser adotado pelas SIC heterogeridas.

Urge ressaltar que independentemente da denominação que seja conferida ao respetivo comité, este será sempre um órgão desprovido de qualquer poder de atuação, circunscrevendo-se a sua atuação à emissão de pareceres meramente consultivos<sup>110</sup>. Isto porque a competência decisória e deliberativa quanto à gestão de investimento da SIC continua a ser da SG e apenas desta. Não fica a SG vinculada aos pareceres emitidos pelo comité de investimento, que apenas visa aconselhar a SG na sua atuação. A criação dos comités aqui em análise deverá constar dos documentos constitutivos da sociedade, mais concretamente do Regulamento de Gestão, que como já salientado é elaborado de acordo com a vontade dos intervenientes na sua liberdade contratual. Porém, se os acionistas exigissem que a atuação da SG ficasse subordinada à emissão de pareceres prévios e condicionada à aprovação do comité de investimentos, estaríamos perante uma cláusula do regulamento de gestão ilícita.<sup>111</sup> Seria totalmente desvirtuado o modelo de heterogestão previamente escolhido pelos sócios, visto que, na verdade, quem estaria a gerir a SIC seria o Comité de Investimento e não a SG. Tal levaria a que a CMVM rejeitasse o regulamento de gestão com tal conteúdo.

A criação deste comité é, por excelência, uma das fermentas ao dispor dos acionistas para poderem influenciar, ainda que de forma indireta, o poder decisório da SIC. Estes comités são, de acordo com as práticas societárias, compostos por sócios pessoas singulares, usualmente presididos por membros dos órgãos de administração, e no caso das SIC heterogeridas, por membros da SG. Neste último caso, entendemos que a composição destes comités deverá integrar acionistas (que serão designados pela AG), representantes do CA, mas também – e com intervenção determinante – representantes da SG. Através desta pluralidade de representação, garante-se que a SG, ao atuar em consonância com os pareceres que forem emitidos, atua também de acordo com os interesses manifestados pelos acionistas e pelo CA. Garante-se ainda

---

<sup>109</sup> Cfr. artigo 159.º, n.º 4, alínea d), do RGOIC

<sup>110</sup> Cfr. Recomendação 6.1 da Recomendação da Comissão de 15 de fevereiro de 2005

<sup>111</sup> Neste sentido, que acompanhamos, ver COUTINHO DE ABREU *in* (2010) *Governança das Sociedades Comerciais*, (2010), p. 50, relativamente a uma cláusula estatutária que imponha ao CA a obrigação de submeter determinado assunto aos sócios ou que atribua aos sócios direito de deliberar sobre assuntos de gestão. Aliás, o mesmo Autor refere, na anotação 115, que seria nula uma deliberação dos sócios nesse sentido, nos termos do art. 56.º, n.º 1, al. c) ou d).

aos sócios e ao CA a possibilidade de se pronunciarem sobre parte das funções de gestão conferidas à SG, concretamente na área do investimento.

As incumbências a atribuir ao(s) comité(s) poderão ser de variadíssima ordem. Desde logo, permitir que estes tenham uma intervenção ativa na deteção de oportunidades de negócio, podendo sugerir decisões de investimento à SG. Poderão caber-lhe funções de acompanhamento e monitorização dos investimentos realizados pela SG, podendo sugerir decisões de desinvestimento ou medidas corretivas, nomeadamente quanto a valorização e *timings* dos mesmos. Poderão ser colocadas à análise do comité propostas de investimento num momento prévio à sua execução pela SG. E podem mesmo desempenhar funções comunicacionais, servindo como um canal de ligação entre o CA, a SG e os próprios investidores, visando garantir que todas as partes estão alinhadas nos objetivos e estratégias concretas em execução.

O recurso à criação de um comité de investimento, essencialmente com funções de assessoria e recomendação, é um mecanismo muito útil e eficaz no sentido de ajudar a SG a orientar as decisões e vontade da AG e do CA. No entanto, urge sempre salientar que este aconselhamento não goza de carácter vinculativo – o que deve *ab initio* ficar claramente esclarecido – só assim se garantindo a conformidade com o modelo de heterogestão. É importante também garantir que todas as funções e atividades atribuídas ao Comité têm de estar em conformidade com o RGA, RRGGA e outra legislação ou normas regulatórias aplicáveis, devendo os documentos constitutivos da SIC esclarecer com clareza o papel e atribuições deste, de modo a evitar a sobreposição conflitos com as funções da SG e do CA.

Concretamente, como já escrutinado, os sócios gozam sempre da prerrogativa de introduzir alterações nos documentos constitutivos em sede de AG. Com relevo podem modificar o Regulamento de Gestão, podendo alterar a Política de Investimento da SIC à qual a SG se encontra vinculada na sua atuação e, em última instância, deliberarem substituir a SG. Tal pode acontecer caso entendem que a SG não está a cumprir os seus propósitos, ora porque não obtém os resultados pretendidos, ora por se verificar uma atuação que não contenda com os interesses dos sócios, ora porque incumpriu a política de gestão e investimentos delineada pela AG e pelo CA.

Um mecanismo eficaz, e também muito utilizado na prática – embora não permita propriamente mitigar conflitos quanto ao poder decisório –, é a definição de incentivos alinhados na Comissão de Gestão que define a remuneração da SG. Ao estabelecer incentivos alinhados entre a SIC e SG, fixando uma remuneração baseada no desempenho e cumprimento

de objetivos por parte da SG, implanta-se nos membros da SG uma crucial vontade em apresentar bons resultados e em seguir a política de investimentos definida pelos sócios. A remuneração através de componente variável, sujeita a critérios de desempenho e resultados obtidos pela SIC, é permitida no nosso ordenamento jurídico, conforme analisado supra.

Estas são algumas das opções que antevemos como viáveis, no nosso ordenamento jurídico, para mitigar possíveis conflitos quanto ao poder decisório que poderão surgir no âmbito das SIC heterogeridas por força da designação de uma entidade externa para o exercício da respetiva gestão. Não são as únicas, podendo os sócios definir nos documentos outros mecanismos, como por exemplo a obrigatoriedade de o CA efetuar periodicamente auditorias internas e externas, ou de implementar obrigações de *feedback* interno contínuo, exigindo à SG a apresentação de relatórios da sua atuação com mais frequência e que versem sobre matérias mais específicas. O ponto essencial na adoção destes mecanismos é que os mesmos não contendam com as normas legais que regem a atuação destes veículos de investimento e não coloquem em causa o modelo de heterogestão que foi escolhido pelos investidores no momento da constituição da SIC. Mais se refira que os documentos constitutivos onde serão previstas estas ferramentas limitadoras da atuação da SG serão sempre sujeitas ao crivo da CMVM, que não os aprovará nas situações em que ofendam o regime legal a que estão sujeitos. O poder decisório e a gestão da SIC serão sempre competência da SG, sendo esta quem terá a derradeira competência para tomar as decisões em nome da SIC e para a representar e vincular na execução desses atos de gestão, independentemente da concordância do Comité de Investimento. De qualquer forma, com recurso aos mecanismos que analisamos, parece claro que é possível limitar os poderes da SG, bem como limitar a margem de discricionariedade de que a mesma gozará na sua atuação, orientando esta última de harmonia com os interesses e visão dos sócios para os desígnios da SIC.

## CONCLUSÃO

A presente dissertação explorou as dinâmicas de poder decisório nas SIC heterogeridas, focando-se no potencial conflito entre o CA e a SG. O objetivo foi elucidar quem efetivamente detém o poder de gestão e de tomar decisões neste tipo societário, bem como examinar os mecanismos que existem para limitar a atuação da SG, visando proteger os interesses dos sócios.

Sem dúvida que é possível antevermos situações de conflito relativamente ao poder decisório no âmbito das SIC heterogeridas.

Este problema surge do modelo de gestão em que assenta este tipo de OIC sob forma societária, com a designação de uma entidade terceira e externa que será responsável pelo exercício da gestão. A lei é clara ao atribuir à SG as funções de gerir a SIC, nomeadamente o investimento, a gestão do risco e todos os atos de gestão que tradicionalmente são atribuídos ao CA, prevendo uma atuação escassa deste órgão, que se limitará a fiscalizar a atuação da SG e impedindo ainda os acionistas (por si ou através da AG) e o CA de influenciar diretamente as decisões de investimento e de gestão a tomar pela SG

No nosso entender, este regime jurídico é corolário da previsão legal de dois modelos de gestão para as SIC: a heterogestão e a autogestão, inexistindo neste último a designação de uma entidade terceira para exercer a gestão, sendo a própria SIC autogerida quem assume a gestão, através do seu CA. Prevendo o legislador estes dois modelos, pretendeu acautelar essa diferenciação de forma diametralmente oposta, ao afastar totalmente o poder decisório do CA no modelo que aqui estudamos, atribuindo-o à SG.

Sucede que, na ótica dos investidores, a escolha pelo modelo de heterogestão ou autogestão não é paritária. Isto porque a opção pela autogestão, como analisado pormenorizadamente, envolve um investimento muito mais avultado, não só do ponto de vista monetário, mas também na criação e manutenção de uma estrutura constante capaz de cumprir todas as exigências legais e regulamentares. Relembre-se que as SIC autogeridas além de necessitarem de cumprir com todos os requisitos exigidos às SIC, têm de cumprir os requisitos relativos às SGOIC. Devido a esta falta de paridade, concluímos que a opção pela heterogestão acaba por não se tratar de uma decisão “totalmente livre”, outrossim a decisão mais lógica a tomar pelos investidores quando analisadas as vantagens e desvantagens dos dois modelos. E, por este motivo, entendemos que os acionistas e o CA, embora afastados da gestão, não devem ficar totalmente alheados de ter uma palavra a dizer sobre o rumo da sociedade.

Ressalve-se que não adotamos uma visão paternalista quanto aos sócios e ao próprio CA, pois a escolha por este veículo de investimento é usualmente feita por investidores experientes que pretendem obter as vantagens associadas a estes (nomeadamente fiscais), já com um elevado ativo patrimonial e com conhecimento de mercado, motivo pelo qual, quando optam pela constituição de uma SIC heterogerida, fazem-no com conhecimento do regime legal, e seguramente muito bem assessorados do ponto de vista jurídico e financeiro.

Porém, da forma como se encontra consagrado o regime, não pode de facto deixar de criticar-se não só a total impotência do CA, mas também a sua inutilidade no papel da gestão. Leva-nos até a apontar uma lacuna do regime, devido ao facto do regime das SIC heterogeridas ser efetuado por remissão para o regime dos OIC sob a forma contratual, o que faz levantar todas estas questões suscitadas. Porém, nos Fundos, não dotados de personalidade jurídica, inexistente um CA, motivo pelo qual é pacífica a designação da SG para o exercício da gestão do OIC. No que respeita às SIC, porque assumem a forma societária, aplica-se o CSC em tudo o que não se mostre incompatível com o RGA. Logo, no modelo de heterogestão, verificar-se-á a designação da SG para administrar, e a conviver com esta, um CA, mas que não administra – o que nos leva a apontar a falha no regime jurídico, e questionar se fará sentido continuar-se a falar em “Conselho de Administração” quando estamos perante um órgão praticamente sem qualquer poder executivo.

Sem prejuízo das críticas apontadas, não descuramos a competência de vigilância e fiscalização que impende sobre o CA no controlo da atuação da SG: Contudo, essa função apenas produzirá efeitos num momento posterior e após a execução dos atos (que, sejam danosos ou não, podem destoar da política de investimentos) por parte da SG, o que não permite garantir que esta última atua conforme a vontade dos sócios. Por isso, cremos que efetivamente existem mecanismos eficazes que permitem aos investidores, aos sócios e ao CA orientar a atuação da SG em conformidade com a vontade destes e de forma a dar cumprimento à política de investimentos designada previamente, minimizando os conflitos que poderão surgir relativamente ao poder decisório na SIC.

Salientamos ao longo do presente estudo algumas dessas opções, sendo certo que a delimitação de uma política de investimentos bem definida, um regulamento de gestão que imponha limites de ordem prática nos negócios e opções de investimento a realizar, e um contrato de heterogestão que detalhe de forma especificada a responsabilidade da SG, os limites da autoridade desta e os termos e condições do exercício das suas funções parece ser a melhor forma de coartar e restringir a ampla margem de atuação da SG que decorre da lei. Aliado a

este mecanismo, que nos parece ser o mais eficaz, a criação de um comité consultivo de investimento, sem carácter vinculativo, poderá ser também uma forma muito eficaz de garantir que o CA e os acionistas acompanham de perto os investimentos da SIC, podendo aconselhar a SG e, simultaneamente, controlar a mesma.

Em suma, a crítica principal que nos cumpre apontar é o facto de subsistir na estrutura organizativa das SIC heterogeridas um Conselho de “Administração” que não administra, nem é dotado de nenhum poder efetivo, tendo a sua verdadeira e única atuação de administração na assinatura do Contrato de Heterogestão. Indissociavelmente, cumpre-nos criticar esta total ausência de poderes do CA, que não é solucionada pelo modelo de autogestão atentas as desproporcionais exigências do mesmo quando comparado com a heterogestão, aproximando neste aspeto as SIC heterogeridas dos Fundos, o que não é desejável.

Por fim, resta-nos evidenciar, atento tudo quanto dito, que a escolha da SG no momento da constituição da SIC é uma decisão crucial, que deverá ser tomada de forma ponderada após uma avaliação muito cuidadosa dos diversos concorrentes de mercado. Escolher a SG certa será por demais relevante para evitar conflitos quanto ao poder decisório, afastando a necessidade de acionar os mecanismos referenciados ao longo do presente estudo.

## Bibliografia

AA.VV (Coord. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU)", (2013), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário – Volume I*, 1.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, (2006) *Do abuso do direito*, reimpressão da edição de 1999, Almedina, Coimbra

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, (2010) *Governança das Sociedades Comerciais*, 2.<sup>a</sup> edi., Almedina

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, (2010), *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, 2.<sup>a</sup> ed., Almedina

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, (2021), *Curso de Direito Comercial vol. II*, 7.<sup>a</sup> ed. – Reimpressão 2021, Almedina

ALMEIDA, RUI JORGE VERÍSSIMO MOREIRA DE CARVALHO E (2014), *Organismos de investimento coletivo: a sua regulação no rescaldo da crise financeira*, Repositório Institucional da Universidade Católica Portuguesa

ANTUNES, JOSÉ A. ENGRÁCIA (2002), *Os grupos de sociedades*, 2.<sup>a</sup> edição, Coimbra, Almedina

ANTUNES, JOSÉ A. ENGRÁCIA, (2020) *Os Instrumentos Financeiros*, 4.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina

CÂMARA, PAULO (2018) *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.<sup>o</sup> ed., Coimbra, Almedina

CÂMARA, PAULO, (2008), *O Governo das Sociedades e a Reforma do Código das Sociedades Comerciais*, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Coimbra, Almedina

CÂMARA, PAULO, (2011), *Os Fundos de Investimento*, in Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Vol. I, Coimbra, Almedina

CÂMARA, PAULO, (2016), *Os Organismos de Investimento Coletivo em Portugal*, in Revista de Direito das Sociedades Comerciais e dos Valores Mobiliários, Coimbra, Almedina

CORDEIRO, ANTÓNIO BARRETO MENEZES, (2014), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Reimpressão da 2.º ed., Coimbra, Almedina

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES BARRETO, (2017) *O depositário no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo*, in O Novo Direito de Valores Mobiliários, Coimbra, Almedina

FRADA, MANUEL CARNEIRO DA (2007) – “A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores”, in *A Reforma do Código das Sociedades Comerciais: Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raul Ventura*, ROA: Lisboa, ano 67, vol. I, janeiro

GAIVÃO, PEDRO, (2016) *Temos em Portugal uma completa falta de estabilidade fiscal*, in Revista Vida Judiciária, n.º 195, maio/junho

JORDÃO, PATRÍCIA ANDREIA OLIVEIRA (2010), *Fundos de Investimento Imobiliário*, ISCAL, Lisboa, 2010

NÓBREGA, JOÃO, (2016), *Credibilidade e sustentabilidade do sector imobiliário é argumento de peso*, in Vida Judiciária, n.º 195

PAIS DE VASCONCELOS, PEDRO (2009) “Responsabilidade Civil dos Gestores das Sociedades Comerciais”, *Direito das Sociedades em Revista*, março de 2009, Almedina

PINA, CARLOS COSTA, (2004) *Instituições e Mercados Financeiros*, Edições Almedina

PINHO, CATARINA (2012), *Os fundos de investimento mobiliário no Direito português: natureza jurídica e exercício do direito de voto pela entidade gestora*, in RDS, IV, 1, Coimbra, Almedina

REIS, NUNO TRIGO, (2009), *Os deveres de lealdade dos administradores de sociedades comerciais*, in *Temas de direito comercial: Cadernos O Direito*, n.º 4, março

VELUDO, JOANA ROLA DE (2022), *A gestão nas SICAFI heterogeridas: Conselho de Administração e Entidade Gestora – who is in charge?*, disponível em <https://rdfmc.com/wp-content/uploads/2022/12/5-Joana-Rola-de-Veludo.pdf>, consultado a 06 de julho de 2024

VENTURA, RAUL, (1981) *Grupos de Sociedades – uma Introdução Comparativa a propósito de um Projecto Preliminar de Diretiva da C.E.E.*, ROA, vol. I e II, ano 41, I e II

VENTURA, RAUL, (2003), *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, “Novos estudos sobre sociedades anónimas e sociedades em nome colectivo”*, Reimpressão da edição de 1994, Coimbra, Almedina

VENTURA, RAUL, (2003), *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, “Estudos vários sobre Sociedades Anónimas”*, Reimpressão da edição de 1994, Coimbra, Almedina

VIEIRA, ANA ISABEL, (2016), *Organismos de investimento colectivo sob forma societária – Um novo tipo societário?*, RDS VII, 2016, 2, 385-426

### **Webgrafia/Sitografia**

Portal Institucional da CMVM, Sistema de Difusão de informação, Fundos/Gestão de Ativos (consultado a 04 de julho de 2024), disponível em <https://www.cmvm.pt/PInstitucional/Content?Input=6DC02E106BBDBD62731D4921AEB7F06C2D9035AB73EDCF4AC46723111A21CDE3>