

# Algumas considerações sobre o impacto do RGA no financiamento e na integração de ativos pelos OIC

em especial, perante a contração de crédito, a prestação de garantias e a integração de ativos onerados



Filipe Henriques Rocha  
ASSOCIADO

## 1. A importância do tema: o *financiamento* e a *integração de ativos* pelos OIC

Os organismos de investimento coletivo (“**OIC**”) assumem um papel fulcral no financiamento à economia, ao sistema financeiro e no investimento coletivo de capitais, por constituírem um instrumento de captação do aforro coletivo e das poupanças de uma pluralidade de investidores que passam a usufruir de uma gestão e administração profissionalizada das carteiras de ativos <sup>1</sup>. Enquanto *players* do mercado de capitais e do mercado de crédito, é incontornável que o tema do *financiamento* e da *integração de ativos* se apresente aos OIC e à respetiva sociedade gestora (“**SG**”) como fundacional para à prossecução do seu objeto social e das iniciativas e projetos que pretendem desenvolver.

Numa perspetiva, o *financiamento*, aliado à prestação de colaterais como condição de acesso às facilidades de crédito, surge como relevante para o OIC e para respetiva SG na medida em que a *contração de crédito* se pode apresentar como uma necessidade à gestão e prossecução dos seus fins sociais. Noutra perspetiva, o financiamento representa uma possibilidade de os OIC e respetivas SGs *concederem crédito* às sociedades que com estas se encontram em relação de domínio ou de grupo ou às empresas que pretendam recorrer a *lenders* alternativos ao sistema tradicional de financiamento bancário e procurem formas diretas de alavancagem e aporte de capitais alheios <sup>2</sup>.

No plano da integração de ativos, cumpre assinalar que, com predominância para os organismos de investimento alternativo (“**OIA**”), os OIC alcançam

<sup>1</sup> Os OIC encontram-se regulados, na legislação nacional, no regime de gestão de ativos, aprovado Decreto-Lei n.º 27/2023, de 28 de abril (o “**RGA**”) e no Regulamento da CMVM n.º 7/2023, que procede à concretização e regulamentação do RGA (o “**RRGA**”).

<sup>2</sup> Não se abordará o tema da concessão de crédito pelos OIC, limitando-nos a analisar a posição jurídica destes enquanto mutuários e garantes num financiamento.

o seu propósito através da compra de ativos com potencialidade de investimento e rentabilidade para os participantes. Cabe à SG, no âmbito das funções de gestão e de avaliação de ativos, definir o conjunto de procedimentos e critérios de controlo e avaliação dos ativos que irão constituir o seu património e dos riscos a eles associados, aplicando um conjunto de medidas que se demonstrem apropriadas à valorização desse património sob gestão. Na composição do património dos fundos é elaborada uma política de investimento com vista a definir os objetivos e finalidades que a SG deverá ter em conta na composição desse património, normalmente de acordo com metodologias de adequação, diversificação de riscos e aplicação prudente de ativos. Dentro da álea de *discricionariedade* que é concedida à SG e aos OIC para concretizar as políticas e técnicas de gestão, avaliação e investimento dos ativos, é importante assinalar que não deve ser lançado um anátema sobre a integração de ativos onerados: em muitos casos, essa compra poderá inserir-se numa estratégia de investimento que trará rentabilidade para os participantes.

Sendo os OIC um dos principais agentes económicos da moderna atividade de gestão de ativos, reclama-se que o legislador tenha uma sensibilidade própria para a regulamentação legal e convencional das matérias em torno do *financiamento* e da *integração de ativos* pelos OIC. A preocupação do legislador em relação a estes temas influencia não só a atividade dos OIC, mas também as decisões financeiras das instituições de crédito, as quais passam a assumir menos ou mais relutância com a possibilidade de financiar oportunidades de crescimento dos OIC na economia portuguesa consoante a menor ou maior abertura da legislação nacional, assim como as decisões das empresas e das pessoas singulares que pretendem muitas das vezes alienar os ativos onerados que possuem no seu património.

### **1.1. Delimitação do objeto e indicação da sequência**

Dividimos o nosso estudo em três capítulos, assinalando os âmbitos problemáticos que se irá tratar. Por razões de ordem prática, este estudo, como o nome denuncia, não visa abordar exhaustivamente as temáticas aqui em discussão, mas apenas demonstrar a opinião do autor e traçar alguns critérios de solução quanto aos problemas que o RGA suscita nestas matérias. Da nossa análise ficam excluídos os OICVM's, por se destinarem mais ao designado "mercado de balcão", e a possibilidade de emissão de obrigações pelos OIA.

## 2. A contração de crédito pelos OIC

### 2.1. As limitações legais e regulamentares do recurso a capitais alheios

Genericamente, o RGA estabelece apenas limitações ou condicionantes ao financiamento dos OIC por recurso a capitais alheios, não prevendo expressamente nenhuma proibição de contração de crédito. Uma das limitações à contração de crédito pelos OIC não constitui uma imposição direta do RGA, resultando, ao invés, de limites impostos por via regulamentar – especificamente, pelos *thresholds* ao endividamento que se encontram previstos no regulamento de gestão do OIC, os quais têm geralmente em conta o volume de ativos sob gestão<sup>3</sup>. Perante o incumprimento dos *thresholds* de endividamento, questiona-se se a consequência jurídica do ato que gera esse incumprimento será a nulidade (por exemplo, a celebração de um contrato de financiamento por parte do OIC em discordância com o limite máximo de dívida a que o OIC se pode vincular). Deve reconhecer-se que será de difícil perceção saber ao certo se os limites aos *thresholds* de endividamento foram atingidos ou violados<sup>4</sup>. Não existindo expressamente uma norma jurídica que associe um certo desvalor à contração de financiamento acima dos *thresholds* previstos, em rigor está-se perante uma contraordenação muito grave (cfr. n.º 2, alínea c), do artigo 397-B do Código dos Valores Mobiliários) (“CVM”) e de violação do regulamento de gestão. Impondo o RGA o cumprimento dos documentos constitutivos, em especial do regulamento de gestão, podemos considerar que o incumprimento de normas previstas no regulamento de gestão constitui, simultaneamente, uma violação dos limites impostos por via regulamentar e dos limites impostos por via legal. Neste sentido, deve considerar-se, como regra geral, que prevendo o RGA a aplicação de sanções contraordenacionais, não deverá recorrer-se ao regime da nulidade dos negócios jurídicos – veja-se que o artigo 294.º do Código Civil (“CC”) dispõe que apenas nos casos em que outra solução resulte da lei, os negócios jurídicos celebrados contra disposição legal de carácter imperativo são considerados nulos.

### 2.2. A limitação por via do mandato fiduciário

O RGA impõe deveres fiduciários à SG e aos OIC de atuação “no interesse exclusivo dos participantes”. Não nos é dito que tipo de interesse se trata: assumindo a relação entre os participantes, a SG e o OIC, uma confiança própria típica dos contratos fiduciários, espera-se que estas entidades

<sup>3</sup> Mencione-se que a alavancagem elevada pode ser proibida pelos reguladores, nos termos do Regulamento Delegado da AIFMD, para sociedades gestoras de OIAs de grande dimensão. Existem ainda veículos que comportam proibições específicas, como sucede com os fundos de capital de risco europeus, previstos no Regulamento n.º 345/2013, de 17 de abril de 2013 (Regulamento dos EuVECAS).

<sup>4</sup> Todavia, aconselha-se que o montante máximo atribuído pelo financiamento, que despoletará as típicas obrigações de entrega das quantias mutuadas pelo mutuário, esteja de acordo com os limites ao endividamento previsto no regulamento de gestão.

tenham um escopo funcionalizado a proteger os interesses económicos dos participantes, devendo ser este o conteúdo da sua conduta decisória de investimento – repare-se que o RGA impõe à SG e ao OIC que assegurem que é dada prevalência a estes interesses face a quaisquer outros, sejam da própria SG, das entidades comercializadores de OIC ou de entidades relacionadas. Estes deveres não são apenas próprios da função central que a SG desempenha no desenvolvimento da atividade dos OIC, constituindo também deveres fundamentais de atuação da própria SG <sup>5</sup>. O RGA sanciona de forma expressa (contraordenação muito grave) os atos da SG, ao abrigo do mandato fiduciário, em violação dos interesses dos participantes (cfr. n.º 3, alínea a), do artigo 397-B do CVM). Mais uma vez, deve considerar-se que prevendo a lei a aplicação de sanções contraordenacionais, não deverá recorrer-se ao regime da nulidade dos negócios jurídicos.

Aliado à responsabilidade contraordenacional, o RGA limita expressamente a contração de crédito que desrespeite ou coloque em causa os interesses económicos dos participantes e viole, desta forma, o mandato fiduciário imposto à SG e ao OIC, naquilo que escape ao espaço discricionário de atuação da sociedade gestora nas decisões de gestão do OIC e não possa ser considerado uma gestão sã e prudente na prossecução dos interesses dos participantes. Pela lógica inerente à gestão coletiva de ativos, o sentido é evitar que o OIC ou a SG prossiga interesses que não os dos participantes: a limitação não implica, contrariamente ao que se poderia pensar, uma análise decisão-a-decisão da SG (para saber ao certo se esta visou, em concreto, os interesses dos participantes), sob pena de se coartar o espaço discricionário de atuação na gestão de ativos. Adicionalmente, consistindo o mandato fiduciário numa atuação funcionalizada aos interesses exclusivos dos participantes, deve entender-se que este também se encontra violado se a SG ou o OIC entrar numa situação de conflito de interesses para com os participantes – algo que se visou proibir com a previsão do artigo 65.º do RGA. A celebração de um contrato ou a prática de atos que violem o interesse económico dos participantes infringe o mandato fiduciário imposto à SG e ao OIC <sup>6</sup>.

Por fim, os participantes poderão recorrer às normas da responsabilidade civil (artigo 483.º do CC), especificamente pelos preceitos do RGA constituírem normas de proteção destinadas a salvaguardar os seus interesses enquanto investidores.

---

<sup>5</sup> O RGA impõe a atuação no interesse dos participantes em diversos preceitos. Veja-se, entre outros no RGA: artigo 10.º; n.º 1, alínea a) do artigo 64; artigo 65.º; n.º 1 do artigo 72.º; artigo 126.º, alínea c) do artigo 247.º.

<sup>6</sup> O CVM prevê na alínea d) do n.º 3 do artigo 397-B, que constitui contraordenação muito grave o incumprimento dos deveres fiduciários perante os participantes do OIC.

### 2.3. A vinculação dos OIC aos documentos financeiros

A questão seguinte que se coloca é da vinculação do OIC aos documentos financeiros (*máxime*, ao contrato de financiamento). Colocam-se problemas de capacidade específicos consoante o OIC sob forma societária (sociedade de investimento coletivo ou “SIC”) seja autogerido ou heterogerido - lembrando que as SIC adotam a forma de sociedade anónima, mas estão sujeitos a um processo específico ao abrigo do RGA. Se a SIC for autogerida, a intervenção societária deve ser dos administradores da própria SIC (já que não existe uma SG designada para o exercício da respetiva gestão dos ativos). Contrariamente, tratando-se de um SIC heterogerida, terá de existir a intervenção da SG. Assumindo que os OIC sob forma contratual (“**Fundo de Investimento**”) são, genericamente, “heterogeridos”, deverá ser exigida a intervenção dos administradores da SG para vincular o Fundo de Investimento ao financiamento e aos documentos financeiros celebrados em conexão ou como condição precedente desse financiamento. Dentro deste tema, tem surgindo na prática situações em que se condiciona a celebração do contrato de financiamento à conversão da respetiva sociedade mutuária em OIC - respetivamente, de sociedade por quotas em anónima e posteriormente em OIC, ou de sociedade anónima em OIC. Esta forma de proceder não parece colocar temas específicos: sendo uma mera condição ao financiamento e não lesando os interesses dos participantes, não coloca em causa normas legais imperativas<sup>7</sup>

## 3. A prestação de garantias pelos OIC

### 3.1. O princípio da autonomia patrimonial

Em matéria de constituição de garantias, releva mencionar o princípio da autonomia do património dos OIA. Dispõe o n.º 1 do artigo 12.º do RGA que “*O organismo de investimento coletivo não responde, em caso algum, pelas dívidas dos participantes, da sociedade gestora, depositário e das entidades comercializadoras, bem como de outros organismos de investimento coletivo*”, reiterando o n.º 2 “*pelas dívidas relativas ao organismo de investimento coletivo responde apenas o seu património*”. Isto significa, desde logo, que os participantes que detêm unidades de participação num Fundo de Investimento não irão responder pelas dívidas desse fundo; inversamente, não responderá o Fundo de Investimento pelas dívidas aos credores desses participantes. Pode colocar-se a questão do Fundo de Investimento deter a totalidade do capital social e dos votos de outra sociedade: responderá pelas dívidas desta? A resposta é negativa. O artigo 12.º do RGA não comporta analogia - sendo, para o efeito, uma

---

<sup>7</sup> Parece adequado que se preveja, como cumprimento da condição precedente da conversão ou transformação da sociedade por quotas ou anónima em OIC, uma cláusula que imponha às partes a constituição válida do OIC ao abrigo do RGA, comprovando documentalmente, através do envio da autorização concedida pela CMVM, a capacidade para atuar como OIC.

norma excecional – o que invalida o recurso a outros preceitos em matéria de responsabilidade pessoal, como o que resulta do artigo 501.º do Código das Sociedades Comerciais (“CSC”). Apesar deste não ser um dos preceitos considerados incompatíveis com o RGA nos termos do artigo 21.º (listagem exemplificativa), esta é, contudo, uma posição discutível, porquanto é feita menção ao regime de aquisição tendente ao domínio total, o que pode figurar como argumento bastante para afastar as normas aplicáveis aos grupos de sociedades. Acresce que a matéria regulada no artigo 21.º é apenas aplicável às SIC, porquanto o CSC não tem previsão de aplicação para os Fundos de investimento: apenas numa lógica de analogia se poderia aplicar estes preceitos aos Fundos de Investimento, o que não se afigura como possível, por se tratar de uma norma excecional em matéria de sociedades comerciais <sup>8</sup>.

### **3.2. A capacidade para a prestação de garantias**

Os Fundos de Investimento, por conta do tipo societário que assumem, não parecem estar abrangidos pelas limitações de capacidade (*corporate interest*) do artigo 6.º do CSC ou das referentes à assistência financeira, as quais estão reservadas às sociedades comerciais <sup>9</sup>. Relativamente às SIC, sendo o RGA lei especial – e não excecional – face ao CSC, parece ser de aplicar as regras mencionadas acima <sup>10</sup>. Tipicamente, existência de justificado interesse próprio na prestação de garantias pelo OIA (n.º 3 do artigo 6.º RGA) coincidirá com o cumprimento do mandato fiduciário imposto ao OIC e à SG, pelo que aquele interesse próprio é, na realidade, o interesse económico direto dos participantes - ou indireto, se configurar como benefício direto para a SIC/OIC e indireto para os participantes <sup>11</sup>.

### **3.3. A limitação da prestação de garantias por conta do mandato fiduciário e a possibilidade de garantir obrigações de terceiros**

Perante a existência do referido mandato fiduciário do OIC e da SG, pergunta-se se o OIA pode prestar uma garantia relativamente às obrigações de terceiro. A resposta é tendencialmente negativa, porquanto a SG ou o OIC, ao fazê-lo, estariam a atuar contrariamente aos interesses dos investidores. Se a prestação da garantia tiver alguma relação com as participações dos investidores, a prestação já será admissível. Será ainda admissível nos casos em que o terceiro for uma participada ou sociedade em relação de grupo com a participada, ou visando a prestação da garantia viabilizar uma operação benéfica para uma participada ou para o próprio OIA.

<sup>8</sup> Admitimos que, em casos específicos, certas normas do CSC possam ser aplicáveis aos Fundos de Investimento, desde que prevista a respetiva remissão legal pelo legislador.

<sup>9</sup> Este tema, todavia, afigura-se como discutível, devendo ter-se em conta a descrição e o escopo do Fundo de Investimento em causa.

<sup>10</sup> Mantemos também algumas reservas quanto à extensão deste argumento como “regra geral”.

<sup>11</sup> Veja-se, para o efeito, o mencionado *infra* - 3.3.



Relativamente aos OIA de capital de risco, o RGA habilita a constituição de garantias relativamente a obrigações das entidades em que participe ou proponha participar (alínea d) do artigo 229.º): trata-se de situações em que o OIA beneficia economicamente a participada, pelo que a prestação da garantia será no interesse dos participantes. Assim, se a empresa alvo de OIA de capital de risco necessitar de um financiamento, tal beneficiando a empresa alvo e indiretamente o OIA e os investidores, já será possível empenhar as ações dessa empresa em garantia do financiamento, assim como prestar uma garantia pessoal. Contudo, afluindo a regra prevista na alínea d) do artigo 230.º do RGA, o OIA de capital de risco não pode *“Conceder crédito ou a prestar garantias, sob qualquer forma ou modalidade, com a finalidade de financiar a subscrição ou a aquisição de quaisquer valores mobiliários emitidos pela sociedade gestora, pelo OIA de capital de risco (acrescentando: ou pelas sociedades que dominem a gestora ou com ela mantenham numa relação de grupo). Trata-se de uma regra próxima à prevista no artigo 322.º do CSC relativa à assistência financeira, envolvendo a prestação de qualquer tipo de garantias. De acordo com uma interpretação consentânea com o preceito homólogo do CSC, a violação do artigo 230.º do RGA deverá gerar a nulidade do negócio jurídico, por se tratar da violação de preceito legal imperativo.*

Qual a consequência jurídica para a prestação de garantias em violação do mandato fiduciário <sup>12</sup>? Vimos que o RGA impõe a funcionalização da conduta do OIC e da SG aos interesses económicos dos participantes, visando prevenir, de igual modo, uma atuação potenciadora de conflito entre os interesses próprios da SG, do OIC, das entidades relacionadas, e os interesses dos participantes. A prestação de garantias em violação do mandato fiduciário tem como consequência a responsabilidade contraordenacional da SG e do OIC <sup>13</sup>. Situação diversa será os casos em que a SG contraia um financiamento em representação de um OIA e preste, em representação de outro OIA, uma garantia como colateral a esse contrato de financiamento. Em casos mais extremos de prejuízo aos participantes, poderá haver argumentos para sustentar que a invalidade da prestação da garantia - em violação da alínea d) do artigo 230.º do RGA ou perante a atuação ostensiva por conta de dois OIA (ou por conta de um OIA e simultaneamente por conta própria) em prejuízo de um dos OIA - recorrendo ao princípio da proibição da celebração de negócios consigo mesmo, o qual, nos termos do artigo 261.º do CC.

<sup>12</sup> Somos de crer que a prestação de garantias reais ou pessoais não configura, em princípio, um aumento do endividamento da SG ou do OIC, pelo que essa prestação de colaterais, em princípio, não derroga as normas regulamentares e legais que estabelecem limites ao endividamento, estando os temas do endividamento reservados apenas para a dívida da sociedade que figura como tal no balanço.

<sup>13</sup> A não ser perante a violação de disposições legais imperativas previstas no RGA - como sucede com o artigo 230.º - não parece que a consequência jurídica principal destas atuações em desconformidade sejam a nulidade, mas sim a responsabilidade contraordenacional e a possibilidade do recurso, por parte dos participantes, às normas que disciplinam a responsabilidade extracontratual por violação de normas de proteção.

### **3.4. O penhor sobre as unidades de participação dos Fundos de Investimento e das ações das SIC**

O penhor de unidades de participação (“UP”) de Fundos de Investimento e das ações das SIC coloca questões particulares. Uma das questões é relativa à qualificação do tipo de penhor em causa. À primeira vista, poderia pensar-se que não se trataria de um penhor financeiro, nos termos do Decreto-lei n.º 105/2004. Repare-se que a alínea v) do n.º 1 do mencionado artigo 3.º considera aplicável aos contratos de garantia financeira quando o prestador e beneficiário sejam “*Organismos de investimento colectivo, tal como definidas no artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de Outubro*”. O Decreto-lei n.º 252/2003, de 17 de outubro, foi revogado pelo Decreto-lei n.º 63-A/2013, de 10 de maio, o qual foi revogado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, até chegar à versão atual do RGA. Significa isto que o conceito de OIC previsto no diploma do penhor financeiro é o que vigora no atual RGA. Deve, deste modo, fazer-se uma interpretação atualista do supramencionado artigo do Decreto-Lei n.º 252/2003, de forma a se incluir os OIC tal como definidos no RGA. Por outro lado, cumpre assinalar que as UP e as ações das SIC devem ser escriturais, e não tituladas, como nos indica o n.º 2 do artigo 14.º do RGA. Em rigor, se este penhor incidir sobre as ações de uma SIC, será um “verdadeiro” penhor de ações, dado ao tipo societário adotado pelas SIC. Já quanto à entidade de registo, devem seguir-se as regras previstas para o penhor das UP ou das ações das SIC (junto do depositário ou na Interbolsa, na conta de custódia do investidor).

## **4. A integração de ativos com ónus ou encargos e a constituição de garantias pelos OIC: o artigo 226.º do RGA**

O legislador consagrou uma regra específica para os OIA imobiliários, prevendo, nos termos do artigo 226.º do RGA (ativos não elegíveis), que “*o património do OIA imobiliário não pode integrar ativos com ónus ou encargos que dificultem excessivamente a sua alienação, nomeadamente ativos objeto de garantias reais, penhoras ou procedimentos cautelares*”. Este preceito, que é excecional face ao regime geral do RGA em matéria de integração de ativos onerados e de prestação de garantias sobre os ativos geridos, não tem paralelo noutros OIA (em especial, nos OIA de capital de risco). Por esta razão, não é uma disposição que comporta aplicação analógica, sendo uma limitação específica para os OIA imobiliários. Em causa pode estar uma preocupação do legislador com a proteção dos participantes, considerando que os OIA imobiliários são mais talhados para o mercado a retalho, o que adensa as preocupações com a liquidez e solvabilidade desses OIC <sup>14</sup>.

Este preceito, que vem limitar a integração dos “ativos não elegíveis” no património dos OIA imobiliários, já constava do artigo 209.º do Regime

<sup>14</sup> Esta regra deve aplicar-se tanto aos OIC fechados como aos OIC abertos? A não se aplicar aos OIC fechados, o artigo 226.º do RGA deveria ser alvo de uma redução teleológica ou de uma interpretação restritiva.



Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro <sup>15</sup>, não se tendo pronunciado qualquer tribunal ou autoridade de supervisão relativamente à sua interpretação e aplicação. Todavia, suscitam-se algumas questões práticas na sua interpretação e aplicação.

A primeira questão reside no que se deverá compreender pelo seguinte: “o património do OIA imobiliário não pode **integrar** ativos com ónus ou encargos (...)” (sublinhado nosso). A expressão utilizada (“integrar ativos”), que surge principalmente no RGA na parte referente aos OIA imobiliários, é dotada de uma certa abrangência, envolvendo a aquisição de ativos através das formas típicas (como a compra e venda) e, simultaneamente, a manutenção desses ativos adquiridos no património dos OIA imobiliários. Em virtude da preponderância dada à evolução histórica do preceito <sup>16</sup>, os ativos relevantes para efeitos do artigo 226.º do RGA devem ser compostos por aqueles a adquirir e por aqueles já adquiridos (portanto, os que integram ou vão integrar o património do OIA).

A segunda questão prende-se com o conceito de “ónus ou encargos”, essencialmente sobre a possibilidade de a integração de um ativo imobiliário com passivo ou com dívida poder ser considerado uma integração com “ónus ou encargos” para efeitos do artigo 226.º do RGA. Do ponto de vista conceptual, assume relevância perceber se o conceito de “ónus” é utilizado com uma certa abrangência, em linha com o que se afigura presente no universo paralelo do artigo 905.º do CC (venda de bens onerados), ou se, pelo contrário, está apenas pensado para a constituição de garantias ou outros direitos reais sobre o ativo <sup>17</sup>. Pelo elenco de situações indicadas na segunda parte do artigo 226.º do RGA, assumindo que a dívida ou o passivo acompanha o ativo imobiliário na transmissão, pergunta-se se esta dívida ou passivo deve ser considerado um ónus ou um encargo para efeitos do artigo 226.º do RGA. Parece que não: a referência a “ónus ou encargos” é limitada à constituição de garantias ou de outros direitos reais por terceiros.

---

<sup>15</sup> Adicionalmente, pode observar-se que, para os antigos fundos de investimento imobiliário, na versão revogada do Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de março, posteriormente alterado pelo Decreto-Lei n.º 13/2005, de 7 de janeiro, se previa no n.º 2 do artigo 25.º (ativo do fundo) que os imóveis podiam integrar o ativo do fundo de investimento “devendo encontrar-se livres de ónus ou encargos que dificultem excessivamente a sua alienação”. Noutros quadrantes, especificamente no Regime das Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária, aprovado na versão mais recente pela Lei n.º 97/2019, de 04/09, é utilizada uma formulação parecida, mencionando-se que, para efeitos da composição da carteira de ativos da SIGI, se deve ter em conta o valor dos direitos sobre imóveis que se encontrem livre de ónus ou encargos que dificultem a sua alienação.

<sup>16</sup> Na versão revogada do Decreto-Lei n.º 294/95, de 17 de novembro, previa-se no artigo 22.º (operações proibidas) que “Não podem ser adquiridos para os fundos os seguintes valores, imobiliários ou mobiliários: (...) b) Valores objecto de garantias reais, penhora ou procedimentos cautelares” (sublinhados nossos). Atualmente, foi abandonada a referência à aquisição de ativos, tendo sido substituída pela integração de ativos, o que parece significar que o legislador pretendeu a introdução de um conceito mais dinâmico e abrangente.

<sup>17</sup> A noção de ónus na compra e venda de bens oneradas surge normativamente com um alcance muito amplo. A ratio da norma do CC é proteger o adquirente contra o risco de adquirir um bem onerado. No artigo 226.º do RGA a ratio é manter a solvabilidade e liquidez do OIC, pelo que o conceito de ónus não deverá assumir o mesmo nível de amplitude.

A terceira questão prende-se com a limitação que o preceito visa introduzir, através da menção “*ónus ou encargos **que dificultem excessivamente a sua alienação**, nomeadamente ativos objeto de garantias reais, penhoras ou procedimentos cautelares*” (sublinhado nosso). A utilização de conceitos indeterminados (“*que dificultem excessivamente a sua alienação*”), aliado à técnica legislativa de carácter exemplificativo (“*nomeadamente*”) cria algumas dúvidas interpretativas quanto ao âmbito da limitação. Considero que o preceito não impõe uma proibição *tout court* de aquisição ou integração de ativos onerados ou com encargos. Esta proibição genérica de constituição de garantias vigorou para os fundos de investimento imobiliário, de acordo com o artigo 27.º (operações proibidas) do revogado Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de março, posteriormente alterado pelo Decreto-Lei n.º 13/2005, de 7 de janeiro <sup>18</sup>, pelo que o legislador decidiu não manter a referências a estas operações e, portanto, flexibilizar a limitação <sup>19</sup>.

Uma leitura excessivamente literal do preceito, que vise defender uma proibição absoluta de constituição de garantias pelos OIA imobiliários, sustentaria que os “*ativos objeto de garantias reais, penhoras ou procedimentos cautelares*” seriam sempre ónus ou encargos que dificultam excessivamente a alienação, sendo para o efeito qualificados como “ativos não elegíveis” para o património dos OIA imobiliários. Este entendimento não só se encontra em discordância com a evolução histórica do preceito, como se traduziria, na prática, na inviabilização de alavancagem por parte dos OIA imobiliários, na medida em que esta envolve tipicamente o recurso a crédito bancário, o qual geralmente é facultado na condição de serem prestadas certas garantias (usualmente reais) de forma a possibilitar a execução da dívida em caso de incumprimento do devedor. Isto conduziria a que os OIA imobiliários não pudessem constituir garantias reais sobre os ativos imobiliários, impedindo-os de recorrer ao financiamento bancário. Adicionalmente, se se estabelecesse uma proibição *tout court* de constituição de garantias por parte dos OIA imobiliário, não seria possível os OIA imobiliários recorrerem ao endividamento e concretizarem a permissão de alavancagem, o que iria contra uma visão integrada e sistemática do RGA.

---

<sup>18</sup> O preceito dispunha que “Aos fundos de investimento é especialmente vedado: a) Onerar por qualquer forma os seus valores, excepto para a obtenção de financiamento, dentro dos limites estabelecidos no presente diploma; b) Conceder crédito, incluindo a prestação de garantias”

<sup>19</sup> Uma leitura apressada do preceito poderia sugerir que o legislador, com a referência a “penhora ou procedimentos cautelares”, considerou estes ativos como não elegíveis para o património do OIA imobiliário, o que poderia funcionar como um limite à penhorabilidade dos créditos de um OIA imobiliário, já que estes não seriam “elegíveis” para o património do OIA. Não nos parece ser esta a leitura correta a fazer do preceito.

Neste sentido, a interpretação que se afigura mais adequada é de que é possível a constituição de garantias reais ou a aquisição de um ativo imobiliário onerado, assim como a compra de um ativo penhorado ou alvo de procedimento cautelar, desde que, em concreto e de acordo com uma avaliação casuística, a oneração do ativo (adquirido ou já integrado no património) não dificulte excessivamente a sua alienação. Assim, o RGA concede como princípio geral a possibilidade de constituição de garantias e aquisição de ativos onerados, desde que tal oneração não dificulte excessivamente a sua alienação. Por exemplo, entendo que seria válido ao abrigo do RGA que num contrato de financiamento em que o OIA imobiliário é parte e dá de garantia o imóvel adquirido, se previsse a possibilidade de os imóveis serem vendidos mediante reembolso da dívida (numa base pro rata ao valor do imóvel, caso existam vários imóveis hipotecados no mesmo financiamento), não qualificando assim a hipoteca como uma oneração que dificulta excessivamente a alienação do imóvel. É possível que a sociedade gestora adquira, através do OIA imobiliário, um ativo que se encontra penhorado: desde que a penhora não dificulte excessivamente a alienação do ativo. Por exemplo, se o valor do imóvel for substancialmente superior ao valor da penhora ou da garantia real, tendo o OIA/SG a intenção de liquidar junto dos credores esse valor hipotecado ou penhorado, não deverá aplicar-se a limitação do artigo 226.º do RGA.

## 5. Considerações finais

Os temas em torno do financiamento e da integração de ativos pelos OIC constituem uma preocupação central da economia e do mercado de capitais. Somos da opinião de que o RGA não limita, regra geral, a contração de crédito e a prestação de garantias pelo OIC. Contudo, em causa pode estar a validade dos contratos de financiamento e a prestação de garantias se (i) estes forem celebrados contra os deveres que resultam do cumprimento do mandato fiduciário imposto ao OIC e à SG, ou (ii) se alguma disposição legal imperativa que limita/condiciona a contração do crédito ou a prestação de garantias for violada. O mandato fiduciário impõe a atuação do OIC/SG no interesse económico dos participantes e a prevenção de conflitos de interesses entre estes e o das entidades sobre a alçada da SG.

Do ponto de vista da integração de ativos pelos OIC, focámo-nos especificamente no tema da integração de ativos onerados. Neste sentido, sustentámos que, a não ser perante os OIA imobiliários, o RGA não prevê limitações específicas à integração de ativos onerados no património dos OIC. <sup>CS'</sup>

*Um agradecimento especial ao André Fernandes Bento e ao Francisco Albuquerque Reis, pelos comentários e disponibilidade demonstrada em discutir os temas sobre os quais este estudo se debruçou.*