

UNIVERSIDADE DO ALGARVE

**Formas, Estruturas e Modelos de Governance: O Caso do Parque
Enxerim**

ANA CATARINA RIBEIRO INÁCIO

Projeto para obtenção do Grau de Mestre em Finanças Empresariais

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Fernando Manuel Félix Cardoso

2012

À minha mãe e namorado,

Formas, Estruturas e Modelos de Governance: O Caso do Parque Enxerim

Declaração de autoria de trabalho

Declaro ser a autora deste trabalho que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.

Copyright em nome de Ana Catarina Ribeiro Inácio

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicitar este trabalho através de exemplares impressos produzidos em papel ou em forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

Índice Geral

ÍNDICE DE TABELAS	VI
LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E SÍMBOLOS	VII
AGRADECIMENTOS	IX
RESUMO E PALAVRAS-CHAVE	XI
ABSTRACT AND KEYWORDS	XII
INTRODUÇÃO	13
CAPÍTULO I - REVISÃO DE LITERATURA	14
1.1. TIPOS DE SOCIEDADES COMERCIAIS.....	14
1.1.1. <i>Sociedade em Nome Coletivo</i>	15
1.1.2. <i>Sociedade por Quotas</i>	15
1.1.3. <i>Sociedade Anónima</i>	16
1.1.4. <i>Sociedade em Comandita</i>	18
1.2. FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	19
1.2.1. <i>Classificação dos Fundos de Investimento</i>	19
1.2.2. <i>Fundos de Investimento Imobiliário</i>	22
1.2.3. <i>Gestão Fundos de Investimento Imobiliário</i>	23
1.2.4. <i>Constituição Fundo Investimento Imobiliário</i>	25
1.2.5. <i>Encargos do Fundo de Investimento Imobiliário</i>	29
1.3. SOCIEDADES DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	31
1.3.1. <i>Gestão das Sociedades de Investimento Imobiliário</i>	31
1.3.2. <i>Constituição das Sociedades de Investimento Imobiliário</i>	32
1.4. SOCIEDADES GESTORAS DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS (SGPS)	33
1.5. ENQUADRAMENTO FISCAL.....	34
1.5.1. <i>Enquadramento fiscal sobre os FII - SIIMO</i>	34
1.5.1.1. Tributação do Património	34
1.5.1.2. Tributação dos Rendimentos do FII.....	36
1.5.1.3. Tributação dos Investidores	37
1.5.1.3.1. Investidores residentes no território português	37
1.5.1.3.2. Investidores não residentes no território português	38
1.5.2. <i>Enquadramento fiscal sobre Sociedade Comercial</i>	38
1.5.2.1. Tributação do Património	38
1.5.2.2. Tributação dos Rendimentos	38
1.5.2.3. Tributação dos investidores	39
1.5.2.3.1. Investidores residentes no território português	39
1.5.2.3.2. Investidores não residentes no território português	40
1.6. MODELOS, ÓRGÃOS E ESTRUTURA DE GOVERNOS SOCIETÁRIOS	42
1.6.1. <i>A Importância da Aplicabilidade de Corporate Governance</i>	43

1.6.2.	<i>Categorização de Modelos de Corporate Governance</i>	46
1.6.2.1.	Modelo Anglo-Saxónico	46
1.6.2.2.	Modelo Latino (Monista).....	47
1.6.2.3.	Modelo Dualista	48
CAPITULO II – METODOLOGIA.....		49
2.1.	QUESTÕES DE INVESTIGAÇÃO – ENQUADRAMENTO E HIPÓTESES DE TRABALHO.....	49
2.2.	DEFINIÇÃO E ORGANIZAÇÃO DE UM CENTRO COMERCIAL.....	50
2.3.	ENQUADRAMENTO DA AVALIAÇÃO DA EXPLORAÇÃO DE UM CENTRO COMERCIAL.....	50
CAPÍTULO III – ANÁLISE DE RESULTADOS		51
3.1.	SOCIEDADE ANÓNIMA VERSUS FUNDO INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	51
3.1.1.	<i>Sociedade Anónima</i>	52
3.1.2.	<i>Fundo de Investimento Imobiliário</i>	53
3.2.	MODELO DE CORPORATE GOVERNANCE	55
CAPITULO IV – CONCLUSÕES.....		57
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS		58
	CÓDIGOS CONSULTADOS.....	58
	SITES CONSULTADOS	59
	OUTRA BIBLIOGRAFIA CONSULTADA	60
LISTA DE ANEXOS.....		62

Índice de Tabelas

Tabela 1- Resumo das regras de Composição do FII	29
Tabela 2 – Resultado Líquido FII versus S.A.	52
Tabela 3 – Resultado Líquido: FII vs S.A.	54

Lista de Abreviaturas, Siglas e Símbolos

ABL: Área Bruta Locável

APCC: Associação Portuguesa de Centros Comerciais

CIMI: Código do Imposto Municipal Sobre Imóveis

CIMT: Código do Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis

CIRC: Código do Imposto sobre o Rendimento Coletivo

CIRS: Código do Imposto sobre o Rendimento Singular

CIS: Código do Imposto de Selo

CIVA: Código Imposto Sobre o Valor Acrescentado

CMVM: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC: Código das Sociedades Comercias

CVM: Código dos Valores Mobiliários

EBF: Estatuto dos Benefícios Fiscais

FII – Fundo de Investimento Imobiliário

FII: Fundos de Investimento Imobiliário

FIM: Fundos de Investimento Mobiliário

FOC: Factory Outlet Center

IMI: Imposto Municipal Sobre Imóveis

IMT: Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis

IRC: Imposto sobre o Rendimento Coletivo

IRS: Imposto sobre o Rendimento Singular

IVA: Imposto Sobre o Valor Acrescentado

LGT: Lei Geral Tributária

OCDE: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

RJFII: Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário

SGFII – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário

SGFIM – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário

SGPS: Sociedades Gestoras de Participações Sociais

SICAFI: Sociedades de Investimento Imobiliário de Capital Fixo

SICAVI: Sociedades de Investimento Imobiliário de Capital Variável

SIIMO: Sociedades de Investimento Imobiliário

UP: Unidades de Participação dos fundos de investimento

Agradecimentos

Este espaço é dedicado àqueles que deram o seu apoio e contribuíram para a conclusão deste projeto de Mestrado o qual representa para mim além do fecho de uma etapa académica, uma realização pessoal pelos conhecimentos e os objetivos atingidos.

Em primeiro lugar quero agradecer ao Professor Fernando Félix Cardoso por ter aceitado ser o orientador neste projeto. Agradeço todas as suas notas e recomendações dominantes que levaram ao enriquecimento deste trabalho, a disponibilidade e receção com que sempre me recebeu. Estou grata pela sua paciência e por me ter dado liberdade de expressão e ação, todos estes fatores foram sem dúvida a combinação que levaram à conclusão deste projeto e ao meu desenvolvimento pessoal.

Agradeço também ao Professor António Machado e ao Professor Pedro Viçoso pela sua disponibilidade e os ensinamentos que contribuíram para a realização deste projeto.

Agradeço ao Dr. Sérgio Santos, pelo apoio inicial na definição e organização de um Centro Comercial.

Aos meus colegas e amigos Cátia Isabel Silva e Filipe Guerreiro Colaço agradeço a oportunidade de ter trabalhado com eles na fase inicial deste trabalho, a eles agradeço o apoio e a ajuda incondicional em todas as fases do projeto, sem a contribuição deles a realização do presente projeto não seria possível.

À minha colega e grande amiga, Cátia Isabel Silva, devo um especial agradecimento, por toda a dedicação e apoio dado ao longo de todo o meu percurso académico e pessoal. Além de tudo a Cátia é a minha melhor amiga.

Agradeço aos meus colegas profissionais da Franca & Marques, pelas palavras de apoio e compreensão dada ao longo desta etapa académica da minha vida.

Quero deixar um especial agradecimento ao meu padrinho Domingos Canteiro que me incentivou a ingressar no Mestrado e a finalizar este projeto.

Um grande agradecimento aos meus pais, José Inácio e Maria Ribeiro, à minha avó Margarida Ribeiro, a minha tia Paula Ribeiro e a minha irmã Nádida Ribeiro, sempre atentos e sempre dispostos a apoiar-me no que fosse necessário, devo-lhes sem dúvida o mérito por ter chegado até aqui.

Em especial agradeço à minha mãe que sacrificou para me educar, a sua força e coragem ao longo da vida foram as fontes da minha inspiração. Devo o mérito do meu trajeto académico e pessoal à minha mãe. Muito obrigado, amo-te muito mãe!

Por último, mas não menos importante, agradeço ao meu namorado Gonçalo Vicente todo o apoio incondicional, paciência, amor e motivação necessária para terminar este projecto.

A todo o apoio das pessoas referidas deixo uma enorme gratidão.

Resumo e palavras-chave

O presente projeto apresentado visa estudar à luz da informação disponível as formas e estruturas societárias assim como os possíveis modelos de *Governance* aplicados a um centro comercial: O caso do *Parque Enxerim*.

Na metodologia apresentada é definido o modelo do centro comercial selecionado: *Factory Outlet Center*.

A orientação deste projeto encontra-se exposta na revisão de literatura, sendo os objetivos principais, ao longo desta revisão, estudar quais as possibilidades societárias, com ou sem personalidade jurídica, para implementar o desenvolvimento do *Factory Outlet Center*.

As sociedades anónimas e os fundos de investimento imobiliário tornam-se o objeto de estudo como veículos para a implementação do projeto do centro comercial.

Como contribuição para a escolha da estrutura, sociedade anónima versus fundo de investimento imobiliário, a eficiência fiscal foi um dos temas primordiais a ter em conta.

Os modelos de *Corporate Governance* conduzem, em última instância, à maximização do valor acionista a longo prazo.

Os resultados obtidos permitem concluir que, consoante a origem dos fundos para a concretização do projeto assim se optará pelo tipo de organização e o modelo societário. A relação entre gastos e rendimentos deverá também ser equacionada atendendo à dimensão da estrutura, em termos fiscais e de *Corporate Governance*.

Palavras-chave: *Factory Outlet Center*, sociedades anónimas, fundos de investimento imobiliário, *Corporate Governance*.

Abstract and Keywords

Taking into account the available information, this thesis is focused on the study of corporate structures and types as well as Corporate Governance Models that are applicable to a Shopping Centre: The Enxerim Park case.

The methodology presented is based on a model of a *Factory Outlet Center*.

Seeking the possibilities on corporate structures studied along the first chapter among the combination of the fiscal law, this thesis is driven to achieve the best corporate structure.

The issue gained particular relevance in the wake of defining the option between Real Estate Investment funds and corporate organizations, in order to implement the shopping centre.

Was also considered as fundamental the possible Corporate Governance models and the most adequate to adopt, allowing an increased shareholding in long term.

With the obtained results we concluded that depending on the funds source, we would choose the corporate type and the corporate governance model. In order to be cost efficient, the structure dimension should be taken into account, in fiscal terms and in Corporate Governance.

Keywords: *Factory Outlet Center*, Corporate types, Real Estate Investment Funds, Corporate Governance.

Introdução

O propósito deste projeto é estudar à luz da informação disponível, qual o modelo societário e de *Corporate Governance* a adotar num novo Centro Comercial com o conceito de *Factory Outlet Center*, que se pretende implementar no concelho de Silves, com um investimento global inicial de trinta e um milhões de euros e que pretende dinamizar esta cidade histórica com a introdução de um espaço pioneiro na região do Algarve.

O presente projeto encontra-se organizado em 4 capítulos.

No primeiro capítulo, procedemos ao enquadramento conceptual da problemática relacionada com o tema deste projeto. Assim, a Revisão da Literatura incidirá sobre o tipo de sociedades comerciais, a estrutura e a constituição de fundos de investimento imobiliário, o enquadramento das sociedades gestoras de participações sociais, o enquadramento fiscal¹ dos fundos de investimento imobiliário e das sociedades comerciais e, por último, sobre a definição e identificação dos modelos de *Corporate Governance*.

No segundo capítulo é apresentada a metodologia que pretende dar resposta às questões que são objeto deste projeto. É igualmente apresentado o conceito de *Factory Outlet Center*.

O capítulo três, analisa os dados previsionais da exploração do centro comercial e define um modelo de estrutura societária baseado em critérios de natureza fiscal visto que é a única variável que diferencia os dois modelos tratados. Neste capítulo é também revisto os pontos essenciais do modelo de *Corporate Governance* e qual, em nossa opinião, é o melhor modelo a adotar.

O capítulo quatro apresenta as conclusões finais quanto à estrutura societária e ao modelo de *Governance* a adotar pelo *Parque Enxerim*.

¹ O presente projeto foi elaborado tendo em conta o enquadramento fiscal em vigor a Dezembro 2012, não tendo em vista as alterações fiscais aprovadas para vigorar em Portugal a partir de 2013.

Capítulo I - Revisão de Literatura

O investimento imobiliário distingue-se de outros tipos de ativos existentes no mercado por diversas razões, designadamente, pela elevada durabilidade, pela rigidez da localização, pelo elevado custo unitário, pela indivisibilidade, pelos elevados custos de transação, pela linha de tempo de produção de imóveis e pela necessidade de gestão profissional de propriedades.

O investimento de imóveis em Portugal pode ser realizado através de aquisição direta ou indireta e através de diversas formas societárias com ou sem personalidade jurídica.

A presente revisão de literatura estuda os seus fundamentos, em perspetivas que normalmente fogem ao analista financeiro mas que em nossa opinião são fundamentais na sua natureza financeira, os seus fundamentos, jurídico-fiscais.

1.1. Tipos de Sociedades Comerciais

O Código das Sociedades Comerciais aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/86 de 2 de Setembro, regulamenta o regime jurídico de cada tipo de sociedade comercial: Estas quanto à sua titularidade podem ser singulares ou coletivas.

Face à dimensão do projeto aqui em causa, apenas serão analisados os tipos de sociedade comercial de titularidade coletiva.

Dos diversos tipos de sociedades comerciais previstos na lei Portuguesa, as mais comuns são as sociedades por quotas (Lda.) e as sociedades anónimas (S.A.).

No projeto em estudo, a escolha entre os possíveis tipos de sociedade pode ser influenciada por múltiplos fatores, tais como, a maior ou menor simplicidade pretendida, a estrutura de funcionamento, os valores de capitais a investir ou a confidencialidade quanto à titularidade do capital social.

Numa intenção de dar resposta a qual o melhor tipo de sociedade a adotar para o projeto de investimento em causa, apresentam-se em seguida, as principais características de cada tipo de sociedade.

1.1.1. Sociedade em Nome Coletivo

Segundo o artigo 175º do CSC, uma sociedade em nome coletivo é uma sociedade de responsabilidade ilimitada, em que os sócios respondem ilimitada e subsidiariamente em relação à sociedade e solidariamente entre si, perante os credores sociais.

O número mínimo de sócios é de dois.

No contrato das sociedades em nome coletivo, segundo o artigo 176º do CSC deve figurar a caracterização da forma de entrada de cada sócio, em indústria ou bens, e no caso dos bens o valor atribuído. Sendo admitidos sócios de indústria², no contrato deve ser atribuído o valor com que os sócios contribuam para efeitos de repartição de lucros e perdas.

De acordo com o artigo 178º do CSC, nas relações com terceiros a responsabilidade dos sócios de indústria é idêntica à dos restantes sócios mas, no plano interno, só respondem pelas perdas sociais se assim for convencionado no contrato de sociedade. Este tipo de sociedade adota segundo o artigo 177º do CSC, uma firma composta pelo nome, completo ou abreviado, o apelido ou a firma de todos, alguns ou pelo menos, de um dos sócios, seguido do aditamento obrigatório por extenso "e Companhia", ou abreviado "e Cia", ou qualquer outro que indicie a existência de mais sócios. É vedado aos sócios ao abrigo do artigo 180º do CSC, a concorrência por conta própria ou alheia, assim como a participação noutras sociedades de responsabilidade ilimitada.

1.1.2. Sociedade por Quotas

As sociedades por quotas constituem o tipo de sociedades mais comuns em Portugal e encontram-se reguladas nos artigos 197.º a 270º-G do CSC.

Os sócios das sociedades por quotas possuem responsabilidade limitada, mas poderão responder solidariamente perante os demais sócios caso as entradas não sejam realizadas conforme o convencionado no contrato social.

Só o património social responde para com os credores pelas dívidas da sociedade, salvo se estipulado no contrato segundo o art.º 198 do CSC que um ou mais sócios, além de

² Segundo o artigo 20º do CSC, os sócios têm como obrigação entrar para as sociedades comerciais com bens possíveis de penhora, ou nos tipos de sociedade que permitem, com indústria. As entradas com indústria é equivalente a entradas com trabalho, correspondem aos chamados sócios de indústria, que são admitidos nas sociedades em nome coletivo (artigo 178º do CSC).

responderem para com a sociedade nos termos referidos, respondam também perante os credores sociais até determinado montante. Esta responsabilidade, conforme o que for estipulado, tanto pode ser solidária com os sócios da sociedade, como subsidiária em relação à mesma.

As entradas dos sócios devem ser realizadas até ao momento da celebração do contrato. Sempre que a lei o permita, as entradas podem ser realizadas até ao termo do primeiro exercício económico a contar da data do registo definitivo do contrato de sociedade, podendo os sócios, nos casos e nos termos em que a lei o permita, estipular contratualmente o diferimento das entradas em dinheiro. O contrato da sociedade deve mencionar o montante de cada quota de capital e a identificação do respetivo titular.

O capital social é representado por quotas, que poderão ter ou não o mesmo valor (mas nunca inferior a € 1 cada).

A transmissão de quotas deve ser executada através de contrato escrito devidamente registado na Conservatória do Registo Comercial competente.

Salvo estipulação em contrário nos estatutos ou aprovação por uma maioria de 75% do respetivo capital social, as sociedades por quotas devem distribuir pelo menos 50% dos lucros anuais distribuíveis.

Perante o disposto no artigo 218º do CSC, é obrigatório a constituição de uma reserva legal, equivalente a 5% dos resultados do exercício até que essa reserva atinja um montante mínimo dois mil e quinhentos euros.

A firma destas sociedades deve ser formada, com ou sem sigla, pelo nome ou firma de todos, algum ou alguns dos sócios, por denominação particular ou pela reunião de ambos esses elementos, mas em qualquer caso concluirá com a palavra “ Limitada” ou a sua abreviatura.

1.1.3. Sociedade Anónima

As Sociedades Anónimas (S.A.) encontram-se reguladas nos artigos 271.º a 464.º do CSC.

Na sociedade anónima o capital social não se encontra atribuído a nenhum nome específico encontrando-se o capital dividido em ações e cada sócio limita a sua responsabilidade ao valor das ações que subscreveu.

Por regra devem ter, pelo menos, cinco acionistas (pessoas singulares ou coletivas) nacionais ou estrangeiros, exceto quando a lei o dispense. A qualidade de sócio surge com a celebração do contrato ou quando houver lugar ao aumento de capital.

Segundo o artigo 275º do CSC, o nome da firma a adotar pela sociedade anónima deverá concluir com a expressão “sociedade anónima” ou a abreviatura “S.A.”. Na firma não podem ser incluídas expressões indicativas divergentes com o objeto do objeto social da sociedade.

Conforme o disposto no artigo 276º do CSC, o capital social mínimo exigido para as S.A. é atualmente de cinquenta mil euros, representado por ações. As ações podem ter, ou não, valor nominal (no entanto, na mesma sociedade não podem coexistir ações com valor nominal e ações sem valor nominal). O valor nominal mínimo das ações ou na sua falta, o valor de emissão, não deve ser inferior a 1 cêntimo. Todas as ações devem representar a mesma fração no capital social e, no caso de terem valor nominal, devem ter o mesmo valor nominal.

Existe um limite máximo estabelecido de 70% com respeito ao diferimento das entradas em dinheiro para a realização do capital social. O prazo permitido para o diferimento do pagamento para o capital social não pode ser superior a um período de cinco anos. As entradas de dinheiro já realizadas devem ser depositadas em conta de instituição de crédito, em nome da futura sociedade. No momento da constituição da sociedade os sócios deverão declarar, sob sua responsabilidade, que procederam ao referido depósito.

O conteúdo obrigatório do contrato das sociedades anónimas é definido no artigo 272º do CSC. No contrato da sociedade deve especialmente constatar, o número de ações e se existir o seu valor nominal. Deverá também constar no contrato, as condições particulares, se as houver, a que fica sujeita a transmissão de ações, as categorias das ações que porventura sejam criadas e a indicação expressa do número de ações e dos direitos atribuídos a cada categoria. A descrição das ações da sociedade, nominativas ou ao portador e quais as regras para as suas eventuais conversões deve estar presente no contrato. O contrato contém o montante do capital realizado e os prazos de realização do capital apenas subscrito. A possibilidade de emissão de obrigações pela sociedade é definida no contrato. Por último deve a sociedade definir conforme o artigo 278º do CSC a estrutura adotada para a administração e fiscalização da sociedade.

Salvo estipulação em contrário nos estatutos ou aprovação por uma maioria de 75% do respetivo capital social, as S.A. devem distribuir igualmente pelo menos 50% dos lucros anuais distribuíveis.

Com respeito à constituição de uma reserva legal, mediante o disposto no artigo 296º do CSC, uma percentagem não inferior a 5% dos resultados do exercício é destinada a constituição de uma reserva legal até que essa reserva atinja um montante correspondente a 20% do capital social. Os estatutos da sociedade podem estabelecer um montante mínimo mais elevado para a reserva legal.

1.1.4. Sociedade em Comandita

As sociedades em comandita encontram-se reguladas nos artigos 465.º a 480.º do CSC.

Este tipo de sociedades podem ser sociedades em comandita simples ou sociedade em comandita por ações. O contrato deve especificar se a sociedade em comandita é simples (não há representação do capital por ações) ou por ações (só as participações dos sócios comanditários são representadas por ações).

Na sociedade em comandita simples o número mínimo de sócios é dois. A sociedade em comandita por ações deve constituir-se com o número mínimo de cinco sócios comanditários e um comanditado.

Cada um dos sócios comanditários responde apenas pela sua entrada. Os sócios comanditados respondem pelas dívidas da sociedade, ilimitada e solidariamente entre si, nos mesmos termos que os sócios das sociedades em nome coletivo.

As sociedades em comandita são uma sociedade de responsabilidade mista visto que reúne sócios de responsabilidade limitada (comanditários), que contribuem com o capital e sócios de responsabilidade ilimitada (comanditados), que contribuem com bens ou serviços, assumindo a gestão e a direção efetiva da sociedade. Segundo o artigo 466º do CSC, o contrato da sociedade deve indicar os sócios comanditários e comanditados.

Devem adotar uma firma composta pelo nome, completo ou abreviado ou a firma de pelo menos um dos sócios de responsabilidade ilimitada, sendo obrigatório o aditamento "em Comandita" ou "& Comandita", para as sociedades em comandita simples e o aditamento obrigatório "em comandita por ações" ou "& comandita por ações", para as Sociedades em comandita por ações.

1.2. Fundos de Investimentos

Conforme mencionado anteriormente o investimento imobiliário em Portugal também pode ser efetuados através de fundos de investimento imobiliários (“FII”). Os FII pretendem ser instrumentos financeiros alternativos à aplicação das poupanças dos investidores tendo a vantagem de as suas aplicações serem seguidas e geridas por profissionais especializados neste tipo de mercados.

Encontrando-se em estudo um projeto de investimento imobiliário propomo-nos estudar os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) com alguma profundidade.

1.2.1. Classificação dos Fundos de Investimento

Os fundos de investimento podem ser classificados quanto à sua natureza, à variabilidade do capital, ao espaço de atuação, à forma de remuneração e ao nível de harmonização

Os Fundos de Investimento quanto à sua natureza, podem ser classificados em fundos de investimento imobiliário (FII) e fundos de investimento mobiliário (FIM). A distinção entre os fundos referenciados depende do tipo de ativos que ambos privilegiam na sua aplicação.

Os fundos de investimento imobiliário são fundos que privilegiam a sua aplicação em valores imóveis de raiz ou em valores mobiliários de sociedades cujo objeto principal seja a transação, mediação ou exploração imobiliária e os fundos de investimento mobiliários são fundos que especializam a sua aplicação em valores mobiliários transacionáveis.

Além da distinção dos fundos pela sua natureza estes podem ainda ser classificados quanto à variabilidade do capital, isto é, podem ser classificados como fundos fechados, abertos ou mistos. Essencialmente a distinção entre os fundos fechados e os fundos abertos são as condições de subscrição e resgate das unidades de participação³ (UP) no momento da constituição do fundo.

³ Uma unidade de participação é um valor mobiliário, sem valor nominal, que corresponde a uma das parcelas em que se divide o património dos fundos de investimento.

Os fundos abertos, normalmente designados por fundos harmonizados, caracterizam-se pelo fato de o capital que os constitui ser variável, sendo assim permitido aos seus participantes subscreverem ou resgatarem as suas unidades de participação (UP) a qualquer momento, justificando assim a variação do capital do fundo. O resgate das UP são efetuados mediante a venda de ativos total ou parcial do fundo para a entrega do valor correspondente ao participante que efetuou o resgate. A subscrição e o resgate das unidades de participação são realizados junto dos intermediários financeiros, não sendo necessária a sua transação em bolsa. Os fundos abertos são normalmente constituídos para existir por tempo indeterminado ao contrário dos fundos fechados. Correspondem, na sua grande maioria, ao modelo definido pela diretiva comunitária nº 611/85/CEE que regula a atividade dos fundos de investimento mobiliário.

O Capítulo III do regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário (RJFII) apresenta as características deste tipo de fundo.

Os fundos fechados, ao contrário dos fundos abertos, caracterizam-se por possuírem um capital fixo e duração definida. O número de UP é fixado no momento da emissão, podendo eventualmente ser aumentado em condições pré-definidas no regulamento de gestão. Assim a entrada e a saída de participantes do fundo de investimento fechado não é permitida, sendo necessário caso o participante queira o resgate das UP vende-las a terceiros para receber o seu valor antes do encerramento do fundo.

Este tipo de fundos pode ser admitido à negociação em bolsa e, quer essa admissão se concretize ou não, as respetivas UP são sempre negociadas em mercado secundário.

Os FII fechados podem ser de subscrição particular⁴ ou pública sendo no último caso dirigida a mais de 100 pessoas.

Os FII fechados de subscrição particular têm sido o tipo de FII mais utilizado pelos investidores para promover os respetivos investimentos imobiliários em Portugal.

O capítulo IV do regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário apresenta as características deste tipo de fundo.

Os fundos mistos por sua vez, incorporam condições condicionantes à variabilidade do capital conforme disposto nos fundos abertos e fechados, isto é, são constituídos por

⁴ O artigo 110º do código dos valores mobiliários define as ofertas particulares. Os FII fechados de subscrição particular são fundos em que as suas UP estão disponíveis a um grupo alvo específico.

duas categorias de unidades de participação, sendo uma em número fixo e outra em número variável. Segundo o artigo 50º do RJFII, a parte fixa do capital não pode ser inferior à parte variável.

A classificação dos fundos de investimento quanto ao espaço de atuação dá lugar à distinção entre fundos nacionais, internacionais e estrangeiros. Os fundos nacionais são fundos geridos por entidades domiciliadas em território nacional e que investem principalmente em valores transacionados em mercados nacionais. Os fundos internacionais são fundos geridos por entidades domiciliadas em território nacional mas que direcionam a sua aplicação para valores cotados em mercados internacionais. Os fundos estrangeiros são Fundos geridos por entidades domiciliadas no estrangeiro (isto é, gestão efetuada no país de origem), mas comercializados no espaço financeiro nacional.

No âmbito da forma de remuneração dos fundos aos seus participantes é possível distinguir dois tipos: fundos de rendimento e fundos de capitalização. Os fundos de rendimento distribuem periodicamente aos participantes os rendimentos gerados, sendo o valor da UP constante ao longo do tempo. Os fundos de capitalização ao contrário dos fundos de rendimento, não distribuem periodicamente os rendimentos gerados. Os fundos gerados nos fundos de capitalização são incorporados no valor das UP.

Por fim, os fundos de investimento podem ainda ser classificados quanto ao nível de harmonização, distinguindo os fundos harmonizados e não harmonizados.

Um fundo diz-se harmonizado quando respeita um conjunto de leis europeias sobre investimento, nomeadamente Diretiva Comunitária nº 85/611/CEE de 20 de Dezembro posteriormente alterada pelas diretivas 107/2001/CE e 108/2001/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002. Estas diretivas impõem normas rigorosas de dispersão do investimento e, conseqüentemente, do risco assumido pelos fundos. O respeito por estas regras também lhes confere o direito de serem comercializados livremente na União Europeia. Caso contrário, são denominados como não harmonizados. Os fundos não harmonizados, são fundos de investimento que estão autorizados pela respetiva autoridade de supervisão, a CMVM, mas que não obedecem aos requisitos definidos pela Diretiva Comunitária nº 85/611/CEE. São considerados fundos não harmonizados os fundos imobiliários, os fundos especiais, os fundos cuja entidade gestora tenha sede fora da União Europeia, os fundos de índices, e os fundos

fechados. Para além destes, os fundos de tesouraria e os fundos de fundos, ainda que sejam fundos abertos, não são, porém, fundos harmonizados

1.2.2. Fundos de Investimento Imobiliário

A constituição e o funcionamento dos fundos de investimento imobiliário bem como a comercialização das respetivas unidades de participação, obedecem ao disposto no decreto-lei 60/2002 de 20 de Março e subsidiariamente, ao disposto no Código dos Valores Mobiliários.

Os fundos de investimento constituem patrimónios autónomos, pertencentes, no regime especial de comunhão regulados pelo decreto-lei em referência, a uma pluralidade de pessoas singulares ou coletivas designadas «participantes», sem prejuízo do disposto no artigo 48.º do CVM, que não respondem, em caso algum, pelas dívidas destes ou das entidades que, nos termos da lei, asseguram a sua gestão. Assim sendo, a responsabilidade do FII é limitada ao seu património, inexistindo, por imposição legal, a comunicabilidade das dívidas dos participantes ou da sociedade gestora.

Os FII são instituições de investimento coletivo, cujo único objetivo consiste no investimento - nos termos previstos na legislação e regulamentação aplicáveis - dos capitais obtidos junto dos investidores e cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos.

Os FII correspondem a um tipo de instituições de investimento coletivo de base contratual não personalizados o que significa que não são dotados de personalidade jurídica (artigo 158 do CC e artigos 5º e 6º do CSC).

O património dos FII é representado por UP normalmente da mesma categoria embora já existam FII com UP de classes diferenciadas.

Os pedidos de constituição de fundos de investimento imobiliário devem adequar-se ao disposto no diploma do DL nº 60/2002 de 20 de Março e seguem o regulamento nº 8/2002 da CMVM.

1.2.3. Gestão Fundos de Investimento Imobiliário

Dado que os FII se encontram excluídos de personalidade jurídica, a sua administração, gestão e representação é necessariamente desenvolvida por sociedades gestoras de fundos de investimento. Podem desenvolver as funções de entidade gestora de FII as “sociedades gestoras de fundos de investimento imobiliário” ou “mobiliário”, com sede principal e efetiva da administração em Portugal ou as instituições de crédito. As sociedades gestoras de fundos de investimento são assim como os fundos de investimento, regulamentadas no CMVM.

As sociedades gestoras, no exercício das suas funções, devem atuar no interesse exclusivo dos participantes, competindo-lhes, em geral, a prática de todos os atos e operações necessários ou convenientes à boa administração do FII, de acordo com critérios de elevada diligência e competência profissional.

As sociedades gestoras de fundos de investimento imobiliário têm por objeto principal a administração, em representação dos participantes, de um ou mais fundos de investimento imobiliário, podendo ainda prestar serviços de consultoria para investimento imobiliário, incluindo a realização de estudos e análises relativos ao mercado imobiliário e proceder à gestão individual de patrimónios imobiliários em conformidade com as disposições legais e regulamentares aplicáveis à gestão de carteiras por conta de outrem.

Em particular, as sociedades gestoras devem, entre outras funções e atuando por conta do FII, selecionar os valores, isto é os imóveis que devem constituir o ativo do FII e celebrar todos os negócios e atos necessários à aquisição e gestão do património do FII, isto é, a sociedade gestora que, em representação do FII, deve celebrar os atos necessários à atividade do mesmo. Por outro lado, importa notar que a constituição de sociedades gestoras é um procedimento complexo, sujeito a autorização do Banco de Portugal. As sociedades gestoras estão sujeitas à supervisão desta entidade e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), devendo a sua atividade obedecer a diversas regras, bem como a requisitos de capitais próprios.

Desta forma e na generalidade dos casos, os investidores imobiliários recorrem a sociedades gestoras de fundos de investimento imobiliário já existentes, especializadas na constituição e gestão de FII, regulando-se depois as relações entre o investidor

(participante do FII) e a sociedade gestora através do regulamento de gestão do FII e dos demais instrumentos contratuais que possam ser necessários.

Segundo o artigo 2º do regulamento nº 8/2002 do CMVM as sociedades gestoras devem elaborar para cada FII sob sua administração um prospeto e um regulamento de gestão. O Prospeto (artigo 23º do RJFII e o artigo 4º do regulamento CMVM nº8/2002) é o documento que apresenta os aspetos essenciais que regem o fundo e as obrigações informativas do mesmo. O Regulamento de Gestão encontra-se abrangido pelo artigo 22º do RJFII.

As sociedades gestoras adotam o tipo de sociedade anónima, sendo o respetivo capital social representado por ações nominativas. Os fundos próprios das sociedades gestoras não podem ser inferiores no caso de administrarem um fundo de investimento de valor líquido global a 75 milhões de euros a 0,5 % no valor do fundo e o que excede o limite anterior 0,01 %.

Para além da Sociedade Gestora do Fundo que atua no interesse deste, concorrem também para o processo de realização do FII, a entidade depositária e a entidade comercializadora.

A entidade depositária é uma instituição de crédito que cumpre os requisitos do artigo 12º RJFII. Segundo o artigo 12º do RJFII, podem ser depositárias as instituições de crédito referidas na alienas a) a f) do artigo 3º do regime geral das instituições de crédito e sociedades financeiras⁵, aprovado pelo Decreto-Lei nº 298/92, de 31 de Dezembro, que disponham fundos próprio acima de 7,5 milhões de euros; o depositário deve ter a sua sede em Portugal ou estabelecido no país através de sucursal.

A sociedade gestora e o depositário respondem solidariamente perante os participantes pelo cumprimento das obrigações contraídas nos termos da lei e do regulamento de gestão do fundo e dos demais prejuízos aos participantes do fundo conforme descrito no artigo 15º do RJFII. As funções da entidade depositária encontram-se abrangidas no artigo 13º do RJFII sendo as mesmas essencialmente a receção dos depósitos para satisfação dos pedidos de subscrição de UP´s e de resgate.

⁵ As instituições de crédito identificadas nas alienas a) a f) do artigo 3º do regime geral das instituições de crédito e sociedades financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei nº 298/92, de 31 de Dezembro, são os bancos, as caixas económicas, a Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e as caixas de crédito agrícola mútuo, as instituições financeiras de crédito, as instituições de crédito hipotecário e as sociedades de investimento.

A entidade comercializadora tem como função comercializar as UP's, sendo frequente que a entidade depositária acumule, de igual modo, esta função. As entidades que podem ser comercializadoras dos FII encontram-se definidas no artigo 17º do RJFII, podendo concorrer para as funções de entidade comercializadora das UP as entidades gestoras, os depositários e os intermediários financeiros registrados ou autorizados pela CMVM. Segundo o número 4 do artigo 17º do RJFII, as entidades comercializadoras respondem, solidariamente com a entidade gestora.

1.2.4. Constituição Fundo Investimento Imobiliário

Segundo o artigo 20º do RJFII, a constituição de um FII está sujeita a autorização simplificada da CMVM e depende da apresentação de requerimento subscrito pela sociedade gestora, acompanhado dos projetos do regulamento de gestão, dos contratos a celebrar com o depositário, bem como dos documentos comprovativos de aceitação de funções de todas as entidades envolvidas na atividade do FII.

O FII deverá, no prazo de um ano contado da respetiva constituição, ter um património sob gestão mínimo equivalente a cinco milhões de euros e cumprir os critérios de dispersão de investimento⁶ definidos no regulamento da CMVM nº 8/2002, de 18 de Junho, sob pena de a CMVM poder revogar a autorização de constituição concedida. O regulamento de gestão, que deverá ser elaborado e mantido atualizado pela sociedade gestora, tem de conter os elementos identificadores do FII, da sociedade gestora e do depositário, e ainda os direitos e obrigações dos participantes, da sociedade gestora e do depositário, a política de investimentos do FII e as condições da sua liquidação. Os FII fechados podem ter duração determinada ou indeterminada. Nos FII fechados de duração determinada esta não pode exceder dez anos, sendo permitida, mediante o preenchimento de certas condições, a prorrogação deste período por uma ou mais vezes.

A carteira de um FII pode ser composta por direitos de propriedade ou superfície, prédios urbanos ou frações autónomas, imóveis em regime de compropriedade, liquidez,

⁶ O artigo 31º do regulamento da CMVM nº 8/2002 define os critérios de dispersão a cumprir pelos fundos de investimento. Os FII abertos e os FII fechados de subscrição pública, devem ter um mínimo de 100 participantes após o primeiro ano da sua atividade. Um mínimo de 25% das UP dos FII abertos ou FII fechados de subscrição pública deve encontrar-se disperso por 100 participantes. Mediante o nº3 do artigo 31, poderá, sendo sujeito a autorização dada pela CMVM, o número mínimo de 100 participantes após o primeiro ano de atividade nos fundos em referência não ser observado, desde que a estrutura de participantes de um fundo seja composta, total ou parcialmente, por investidores institucionais, que assegurem indiretamente o número mínimo dos 100 participantes.

participações em sociedades imobiliárias e unidades de participação noutros Fundos de Investimento Imobiliário. Os limites de investimentos em diferentes tipos de ativo da carteira do FII diferem no caso dos FII abertos, dos FII fechados de subscrição pública e dos FII fechados de subscrição particular e os FII mistos, definidos nos artigos 38º, 46º, 48º e 55º do RJFII designadamente.

As regras de composição do património dos FII abertos, conforme disposto no artigo 38º do RJFII, obrigam a um investimento mínimo de 75% em imóveis e outros ativos equiparáveis, o investimento no desenvolvimento de projetos de construção⁷ não pode exceder uma parcela máxima de 25% do investimento do fundo, o investimento num só imóvel⁸ ou ativo equiparável não pode exceder 20% do investimento do fundo, a exposição ao arrendamento a um só grupo económico⁹ não pode exceder a 20%, as participações máximas permitidas em sociedades imobiliárias não pode ultrapassar os 25%. Os FII abertos só podem investir em imóveis localizados em Estados membros da União Europeia ou da OCDE não podendo os investimento fora da União Europeia representar mais de 25% do ativo total do fundo e o endividamento do fundo não pode representar mais de 25% do ativo total do fundo de investimento. Os limites percentuais definidos são aferidos em relação à média dos valores verificados de cada um dos últimos seis meses, sendo respeitados no prazo de dois anos a contar da data da constituição do fundo de investimento.

O nº 6 do artigo 38º do RJFII permite, desde que a CMVM autorize em casos devidamente fundamentados pela sociedade gestora, que os fundos de investimento detenham transitoriamente uma estrutura patrimonial que não respeite os limites acima referenciados.

Relativamente às regras de composição do património dos FII fechados de subscrição pública, conforme o disposto no artigo 46º do RJFII, é aplicável os mesmos requisitos de composição do património dos FII abertos, com exceção dos limites do investimento em desenvolvimento de projetos de construção, do investimento em um imóvel, da exposição ao arrendamento a um grupo económico e o nível de endividamento do

⁷ São considerados os imóveis destinados ao desenvolvimento de projetos de construção ainda que os referidos projetos não tenham sido iniciados (nº 2 do artigo 38º do RJFII).

⁸ Constitui um imóvel o conjunto das frações autónomas de um mesmo edifício submetido ao regime da propriedade horizontal e o conjunto de edifícios contíguos funcionalmente ligados entre si pela existência em partes comuns afetas ao uso de algumas ou todas unidades ou frações que os compõem (nº 3 do artigo 38º do RJFII).

⁹ A sociedade gestora deve conhecer as relações do arrendamento (nº 4 do artigo 38 do RJFII)

fundo. Os limites aplicáveis nos FII fechados de subscrição pública no investimento em desenvolvimento de projetos de construção são de 50% do ativo total do fundo de investimento e 60% no caso de os projetos em causa se destinarem à reabilitação de imóveis. O valor do investimento num imóvel neste tipo de fundo em comparação com os FII abertos sobe de 20% para 25% do ativo total do fundo de investimento, a exposição ao arrendamento a um só grupo económico sobe o limite para 25% e o endividamento do fundo é admitido até ao limite máximo de 33%.

Aos FII fechados de subscrição particular, as regras de composição definidas no artigo 48º do RJFII, distinguem a composição do património destes fundos conforme a oferta de subscrição particular cujo número de participantes seja superior a cinco, não sendo estes exclusivamente investidores institucionais¹⁰ e os FII fechados de subscrição particular cujo número de participantes seja inferior ou igual a cinco ou sejam todos investidores institucionais.

No primeiro caso, cujo número de investidores seja superior a cinco e não exclusivamente investidores institucionais, o nº1 do artigo 48º do RJFII, define que a composição do fundo de investimento cumpre a obrigação a um investimento mínimo de 75% em imóveis e outros ativos equiparáveis. Além disso, só podem investir em imóveis localizados em Estados membros da União Europeia ou da OCDE não podendo os investimento fora da União Europeia representar mais de 25% do ativo total do fundo, sendo permitido até ao limite de 10% do investimento do fundo em imóveis localizados em Estados que não integram a União Europeia ou da OCDE. O endividamento do fundo é admitido até ao limite máximo de 33%.

Aos fundos de investimento fechados objeto de oferta particular cujos participantes não reúnam as características referidas no proémio do número anterior não são aplicáveis os

¹⁰ Sem prejuízo dos dispostos nos números subsequentes, o nº 1 do artigo 30º do CVM estabelece o critério de qualificação dos investidores, sendo estes, instituições de crédito; empresas de investimento; empresas de seguros; instituições de investimento coletivo e respetivas sociedades gestoras; fundos de pensões e as respetivas sociedades gestoras; outras instituições financeiras ou regulamentadas, designadamente fundos de titularização de créditos, respetivas sociedades gestoras e demais sociedades financeiras previstas na lei, sociedade de titularização de créditos, sociedades de capital de risco, fundos de capital de risco e respetivas sociedades gestoras; instituições financeiras de Estados que não sejam membros da União Europeia que exerçam atividades semelhantes às referidas nas alíneas anteriores; entidades que negociem em instrumentos financeiros sobre mercadorias; Governo de âmbito nacional e regional, bancos centrais e organismos públicos que administram dívida pública, instituições supranacionais ou internacionais, designadamente o Banco Central Europeu, o Banco Europeu de Investimento, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial.

demais limites de composição referidos com exceção de 75% no mínimo em imóveis e outros ativos equiparáveis.

A composição do patrimônio dos FII mistos, conforme o disposto no artigo 55º do RJFII, é aplicável o disposto aos limites de composição do patrimônio dos FII abertos, com exceção do endividamento que não é permitido, sem prejuízo do disposto do artigo 50º do RJFII em que a parte fixa do capital não pode ser inferior à parte variável.

Quanto ao investimento dos FII abertos, fechados de subscrição pública e particular e os fundos mistos, o limite em unidades de participação noutros fundos de investimento, segundo o artigo 6º do regulamento da CMVM nº 8/2002 é 25% do ativo total dos fundos.

Apresentamos em seguida, na Tabela 1 o resumo das regras de composição dos FII anteriormente descritas.

Tabela 1- Resumo das regras de Composição do FII

FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO					
Limites com referência ao ativo total do FII	Abertos	Fechados Subscrição Pública	Fechados Subscrição Particular (>5 participantes não sendo exclusivamente Investidores Institucionais)	Fechados Subscrição Particular (<5 participantes ou 5 participantes todos Investidores Institucionais)	Mistos
Investimento mínimo em imóveis.	75%	75%	75%	75%	75%
Investimento máximo em projetos de construção.	25%	50% 60% (no caso de reabilitação)	-	-	25%
Investimento máximo num só imóvel.	20%	25%	-	-	20%
Exposição máxima a arrendamento a um só grupo económico.	20%	25%	-	-	20%
Investimento máximo em sociedades imobiliárias.	25%	25%	25%	-	25%
Investimento em UP's de outros FII.	25%	25%	25%	25%	25%
Endividamento máximo.	25%	33%	33%	-	Não é permitido.
Investimentos em imóveis localizados fora da EU e da OCDE.	25%	25%	10%	-	25%

Fonte: Guia do Direito Imobiliário

1.2.5. Encargos do Fundo de Investimento Imobiliário

Os FII devem suportar vários encargos e despesas envolvidos na sua constituição e administração (para além, naturalmente, daqueles inerentes aos negócios imobiliários em causa), destacando-se designadamente as taxas devidas à CMVM, as remunerações pelos serviços prestados pela sociedade gestora e pelo depositário, os honorários devidos pelas avaliações das imóveis obrigatórias por lei, assim como honorários devidos pelas auditorias às contas dos FII que sejam legalmente exigíveis.

Para além destes custos de estrutura, o Fundo suporta também todas as despesas relacionadas com compra, construção, manutenção, arrendamento e venda de imóveis assim como a elaboração de projetos, fiscalização de obras, licenças e outros custos inerentes à construção e promoção imobiliária, despesas notariais e quaisquer impostos ou taxas devidos pelo Fundo, despesas referentes a estudos, projetos e avaliações realizadas por conta do Fundo a possíveis futuras aquisições para a sua carteira, as publicações obrigatórias realizadas por conta do Fundo, campanhas publicitárias realizadas com o objetivo de promoção dos bens do Fundo, encargos com o Revisor Oficial de Contas do Fundo e todas as despesas de compra e venda de valores por conta do fundo.

1.3. Sociedades de Investimento Imobiliário

A constituição e o funcionamento das sociedades de investimento imobiliário, ou abreviadamente “SIIMO”, regem-se pelo decreto-lei 60/2002 de 20 de Março do RJFII e ainda pelo disposto no CSC, salvo quando as respetivas normas se mostrem incompatíveis com a natureza e objeto específicos destas sociedades ou com o disposto no referido decreto-lei.

Segundo o artigo 58º-B do RJFII, as SIIMO são instituições de investimento coletivo dotadas de personalidade jurídica, que assumem a forma de sociedade anónima de capital variável ou fixo e cujos ativos são por elas detidos em regime de propriedade e geridos a título fiduciário¹¹, pelas próprias ou por terceira entidade contratada, de modo independente e no exclusivo interesse dos acionistas.

As SIIMO adotam segundo o artigo 58º-C do RJFII na sua denominação a designação de Sociedade Imobiliária de Capital Fixo (SICAFI) ou Sociedade Imobiliária de Capital Variável (SICAVI), consoante se constituam como SIIMO de capital fixo ou de capital variável. Salvo disposição em contrário, as SICAFI observam o regime dos fundos de investimento fechados e as SICAVI o dos fundos de investimento abertos.

O capital social mínimo inicial das SIIMO é equivalente a trezentos e setenta e cinco mil euros, dividindo-se em ações nominativas de conteúdo idêntico sem valor nominal.

À semelhança do que sucede com as sociedades gestoras de FII, as SIIMO deverão tomar as medidas necessárias para que o valor líquido global do seu património não desça abaixo de cinco milhões de euros.

1.3.1. Gestão das Sociedades de Investimento Imobiliário

Ao contrário do que sucede com os FII, em que há uma separação entre a entidade gestora e os participantes (detentores das unidades de participação), exercendo aquela a gestão com base no regulamento de gestão do FII que suporta o mandato de gestão da entidade gestora, nas SIIMO essa separação de riscos não é necessária, podendo os

¹¹ Gestão fiduciária evoluiu originalmente na Holanda, como um conceito, nos primeiros anos do século 21. O conceito foi inventado por Anton van Nunen. A gestão fiduciária é um conceito aplicado à gestão de ativos que envolve a confiança do proprietário do ativo a confiar a terceiros a gestão total do ativo de forma integrada através da combinação de serviços de consultadoria e de delegação de responsabilidade com vista a atingir os objetivos globais do investimento do ativo.

acionistas ser simultaneamente investidores por via da detenção de ações e gestores dos ativos da SIIMO (autogestão) ou, em alternativa, designar para o exercício dessa gestão uma sociedade gestora de fundos de investimento imobiliário Assim, a principal vantagem das SIIMO a este nível consiste na possibilidade de serem autogeridas, permitindo aos investidores (acionistas da SIIMO) terem um papel interventivo no seu funcionamento.

A atividade das SIIMO fica sujeita à supervisão dual do Banco de Portugal e da CMVM (já aplicável às sociedades gestoras de fundos de investimento imobiliário, enquanto intermediários financeiros).

Assim como no caso dos fundos próprios das sociedades gestoras também as sociedades de investimento imobiliário não podem ser inferiores no caso de administrarem um fundo de investimento de valor líquido global a setenta e cinco milhões de euros, 0,5 % no valor do fundo que excede o limite anterior 0,01 %.

1.3.2. Constituição das Sociedades de Investimento Imobiliário

Finalmente, refira-se que as regras relativas à constituição dos FII aplicam-se também à constituição das SIIMO, o mesmo sucedendo com o Código das Sociedades Comerciais em geral relativamente às formalidades de constituição de sociedades comerciais que não sejam contraditórias com o regime dos FII e com a natureza e objeto das SIIMO.

1.4. Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS)

As sociedades gestoras de participações sociais (SGPS) são sociedades que têm por objeto a detenção duradoura de participações sociais de outras sociedades, juridicamente independentes, não exercendo diretamente uma atividade económica. As SGPS são sociedades constituídas com o objetivo de intervir na gestão e controlar as participadas, exercendo os direitos sociais inerentes às respetivas participações sociais, de modo a receber os respetivos lucros ou dividendos, bem como os rendimentos de resultantes de eventuais alienações dessas participações sociais.

Estas sociedades, têm o regime legal próprio consagrado pelo Decreto-Lei nº 495/88, de 30 de Dezembro, com as alterações que lhe foram introduzidas pelo decreto-lei nº 318/94, de 23 de Dezembro, pelo decreto-lei 378/98 de 27 de Novembro e pela lei nº 109-B/2001, de 27 de Dezembro.

As SGPS são sociedades comerciais, que podem adotar a forma de sociedades por quotas ou de sociedades anónimas, devendo contudo a sua firma conter a menção ou abreviatura de “SGPS”. Pode-se concluir que as SGPS distinguem-se das demais sociedades devido ao seu restrito objeto social.

A fim de garantir a estabilidade do investimento efetuado pelas SGPS a participação das mesmas não pode ser ocasional sendo a sua participação inferior a um período de 1 ano apenas em condições excecionais.

A origem da criação de uma SGPS como referido acima é limitada ao objeto social.

Nas SGPS é vedado outro tipo de atividade económica além de administração e gestão, aquisição de imóveis, exceto no caso de necessárias à sua instalação.

As mais-valias e as menos-valias realizadas pelas SGPS de partes de capital de que sejam titulares, desde que detidas por período não inferior a um ano, e, bem assim, os encargos financeiros suportados com a sua aquisição, não concorrem para a formação do lucro tributável destas sociedades. Os lucros distribuídos pelas participadas à SGPS não estão sujeitas a retenção na fonte de IRC nos termos do art.º 97 do CIRC.

1.5. Enquadramento Fiscal

A opção pela aquisição de propriedades de imóveis pode ser feita, dependendo do caso concreto, através da utilização de uma sociedade comercial residente em Portugal (“SPV”)¹² ou através da utilização de um FII e SIIMO.

1.5.1. Enquadramento fiscal sobre os FII - SIIMO

Apesar de desprovidos de personalidade jurídica, segundo a alínea b) do n.º 1 do artigo 2.º do código do CIRC, os FII são sujeitos passivos de IRC.

Por força do artigo 16.º da Lei Geral Tributária (LGT) cabe às Sociedades Gestoras exercer os direitos e obrigações em nome e por conta dos fundos que gerem, pelo que ficam adstritas ao cumprimento das obrigações tributárias, nomeadamente declarativas ou de liquidação de imposto se for o caso. Tal significa que os efeitos jurídicos dos atos praticados por estas se refletem de imediato na esfera jurídica dos fundos que gerem.

O regulamento de gestão do FII deve conter detalhadamente, toda a fiscalidade aplicável ao fundo e ao participante.

O n.º 11 do artigo 22.º do EBF obriga a que as sociedades gestoras dos fundos publiquem o valor do rendimento distribuído, o valor do imposto retido ou devido e o valor da dedução que lhes corresponde para efeitos do n.º 10 do artigo 22.º do EBF.

1.5.1.1. Tributação do Património

Com respeito à tributação do património do FII, nomeadamente a aplicabilidade do imposto municipal sobre as transmissões onerosas de imóveis (IMT) e do imposto municipal sobre imóveis (IMI), o seu regime fiscal aplicável está consagrado no artigo 49.º do estatuto dos benefícios fiscais (EBF).

A redação dada ao n.º 1 desse artigo, esclarece que serão apenas beneficiados de isenção de IMT e IMI os FII abertos e os fechados de subscrição pública, não beneficiado assim desta isenção os FII fechados de subscrição particular.

¹² A abreviatura SPV significa Special Purpose Vehicle. SPV por definição da sua tradução é a criação de uma entidade coletiva com personalidade jurídica com um propósito específico de conduzir um investimento/atividade, são empresas condutoras para fins especiais.

A taxa de IMT (nº 1 do artigo 17º do código do imposto municipal sobre as transmissões onerosas de imóveis (CIMT)) quando não houver lugar a isenção é de 6,5%, se estiverem em causa prédios urbanos ou terrenos para construção e de 5%, se estiverem em causa prédios rústicos, cobrada sobre o respetivo preço ou valor patrimonial tributário, consoante o que for mais elevado.

As taxas do IMI quando as propriedades sejam sujeitas a este imposto, encontram-se definidas no artigo 112º do código do imposto municipal sobre imóveis (CIMI), sendo aplicado aos prédios rústicos a taxa de 0,8% e no caso de prédios urbanos a taxa de 0,5% a 0,8% cobrada sobre o respetivo preço ou valor patrimonial tributário, consoante o que for mais elevado. A taxa a aplicar aos prédios urbanos é definida conforme exposto no nº 5 do artigo 112º do CIMI, pelos municípios¹³ dentro de intervalos predefinidos.

Os FII face ao regime jurídico aplicável e ao respetivo objeto social assumem a qualidade de sujeitos passivos de IVA, de acordo com a alínea a) do nº 1 do artigo 2º do CIVA. Ao abrigo do nº 29 e 30 do artigo 9º do CIVA os FII encontram-se no regime de isenção do IVA.

Caso seja do interesse dos participantes do fundo a renúncia à isenção do IVA, a referida opção enquadra-se nos termos do nº 4 ao 6 do artigo 12º do CIVA. Os efeitos da renúncia são transferidos para os fundos devidamente identificados, que sejam proprietários desses imóveis ou partes autónomas. Assim, será de aceitar nomeadamente o IVA dedutível que conste em faturas ou documentos equivalentes emitidos em nome da sociedade gestora, desde que se refiram a imóveis ou partes autónomas que tenham sido objeto de renúncia à isenção. Assim, para efeitos da possibilidade da renúncia à isenção nas operações imobiliárias, no caso de operações realizadas pelos FII, o cumprimento do requisito exigido para a renúncia deve verificar-se pelo FII e não pela respetiva entidade gestora do fundo.

Se a atividade do FII tiver por objeto, com carácter de habitualidade, a construção, a reconstrução ou a aquisição de imóveis para venda ou para locação, é possível a renúncia à isenção nas operações imobiliárias, ainda que a percentagem das operações

¹³ As taxas dos municípios de IMI aplicáveis encontram-se definidas em [www.portaldasfinancas.gov.pt/consultar/taxas/taxas de IMI](http://www.portaldasfinancas.gov.pt/consultar/taxas/taxas%20de%20IMI).

que confere direito à dedução das operações desenvolvidas, sejam iguais ou inferiores a 80 % do total do volume de negócios¹⁴.

Na aquisição, por um FII, de serviços de construção civil diretamente relacionados com um imóvel relativamente ao qual não tenha havido ou não haja a possibilidade de renunciar à isenção de IVA nas operações imobiliárias deles decorrentes, não há lugar à aplicação da regra de inversão do sujeito passivo, devendo nesses casos os respetivos prestadores proceder à liquidação de IVA nos termos gerais, sendo o IVA suportado pelos serviços um custo associado ao imóvel.

As aquisições de imóveis estão igualmente sujeitas a imposto de selo, à taxa de 0,8%, cobrado sobre o mesmo valor sobre o qual incide o IMT, exceto se houver renúncia à isenção de IVA (nº 2 do artigo 1 do CIS), sendo nesse caso apenas aplicável o IMT.

1.5.1.2. Tributação dos Rendimentos do FII

Os fundos de investimento gozam de um regime fiscal assente no princípio de que o titular de unidades de participação dos mesmos deverá, em regra, ter uma tributação equivalente àquela que sofreria se tivesse investido diretamente nos ativos detidos pelo fundo.

Os rendimentos dos FII, que se constituam e operem de acordo com a legislação nacional, são tributados de acordo com o nº 6 do artigo 22 do código EBF.

Os rendimentos prediais obtidos pelo FII são tributados, autonomamente, à taxa de 20%, que incide sobre os rendimentos líquidos dos encargos de conservação e manutenção efetivamente suportados, devidamente documentados, bem como do IMI (o FII de investimento não poderá proceder à depreciação fiscal dos imóveis nem deduzir os juros suportados com o financiamento para aquisição ou construção do mesmos).

Os rendimentos devido às mais-valias são tributados, autonomamente, à taxa de 25 %, que incide sobre 50 % da diferença positiva entre as mais-valias e as menos-valias realizadas, apuradas de acordo com o Código do IRS, pelo que, a taxa efetivamente cobrada é de 12,5%.

Os restantes rendimentos dos FII que não sejam mais-valias, se forem obtidos em território português, serão sujeitos a tributação autónoma à taxa de 20%. No caso de

¹⁴ A referência vinculativa do conteúdo acima descrito está presente no processo nº A100 2007368, com despacho de concordante de 16-02-2009 do substituto legal do Diretor-Geral dos Impostos.

rendimentos não sujeitos a retenção na fonte há lugar à tributação à taxa de 25 % sobre o valor líquido obtido em cada ano.

A entrega do imposto é efetuada pela respetiva entidade gestora até ao fim do mês de Abril do ano seguinte àquele a que respeitar e considerando-se o imposto eventualmente retido como pagamento por conta deste imposto.

1.5.1.3. Tributação dos Investidores

No que respeita a tributação dos participantes, é analisado qual o regime aplicável de acordo com o tipo de pessoa, singular ou coletiva, existindo diferenças significativas de tributação consoante os participantes residam ou não fiscalmente no território português.

Aplica-se o regime fiscal idêntico ao previsto para os FIM, por remissão do n.º 7 do artigo 22.º do EBF.

1.5.1.3.1. Investidores residentes no território português

Os participantes residentes no território português sujeitos passivos de IRS, fora do âmbito de uma atividade comercial, industrial e agrícola (n.º 2 do artigo 22.º do EBF), estão isentos de IRS com respeito aos rendimentos obtidos das unidades de participação incluindo os obtidos com os resgates.

No âmbito do artigo 40.º-A do CIRS, sendo o titular dos rendimentos residente no território português, pode optar pela opção do englobamento dos rendimentos auferidos, sendo estes apenas considerados em 50% do seu valor, considerando assim imposto retido ou devido ao nível do FII, na proporção das unidades de participação detidas, de natureza de pagamento por conta nos termos do artigo 78.º do CIRS.

Os participantes residentes no território português sujeitos passivos de IRC ou de IRS que obtenham o rendimento no âmbito de uma atividade comercial, industrial e agrícola (n.º 3 do artigo 22.º do EBF), não estão sujeitos a retenção na fonte, sendo considerados como proveitos ou ganhos e o montante do imposto retido pelo FII, considerado imposto por conta, para efeitos do disposto no artigo 94.º do CIRC e no artigo 78.º do CIRS.

Após a revogação pela Lei 55-A/2010, do n.º 8 do artigo 51.º do CIRC, deixou de ser permitido que os lucros distribuídos por uma sociedade com sede ou direção efetiva em

território português, sujeita e não isenta de IRC, sejam igualmente dedutíveis para efeitos de determinação de lucro tributável em 50%.

1.5.1.3.2. Investidores não residentes no território português

Os rendimentos dos participantes do fundo não residentes no território português sujeitos passivos de IRS ou IRC (nº 5 do artigo 22º do EBF), encontram-se isentos de IRS e IRC.

O regime supra descrito nos pontos anteriores do enquadramento fiscal dos FII aplica-se também às SIIMO (sendo a isenção de IMT e IMI apenas aplicável às sociedades de investimento imobiliário de capital variável - SICAVI).

1.5.2. Enquadramento fiscal sobre Sociedade Comercial

No que respeita à utilização de uma SPV, caso o imóvel já seja detido pela SPV, a aquisição da mesma não terá qualquer implicação fiscal a nível de IMT, desde que se trate uma sociedade anónima; já no caso de o imóvel venha a ser adquirido pela SPV, tal aquisição terá as mesmas implicações fiscais dos FII.

1.5.2.1. Tributação do Património

Conforme referido, as sociedades comerciais estão sujeitas ao mesmo regime fiscal na aquisição dos imóveis no caso dos FII fechados de subscrição particular, não estando, por isso isentos de IMT e IMI nas mesmas condições.

O Imposto Selo no caso da aquisição de imóveis por uma SPV tem o mesmo princípio fiscal referido nos FII, isto é, havendo renúncia à isenção de IVA o imóvel é isento de imposto de selo.

1.5.2.2. Tributação dos Rendimentos

Segundo o nº 1 do artigo 2º do CIRC as sociedades comerciais são sujeitos passivos de IRC.

O artigo 3º do CIRC define a base de tributação sobre o qual incide o IRC, incidindo assim o imposto sobre o lucro tributável da sociedade.

Para os efeitos do lucro tributável, ao contrário do que ocorre nos FII, a sociedade comercial pode deduzir todos os custos suportados com o imóvel, incluído as respetivas depreciações (incluindo assim o IMT), o IMI e os juros de financiamento que tenha eventualmente obtido com vista à respetiva aquisição e/ou construção (artigo 23º do CIRC).

A determinação do lucro tributável, tem como ponto de partida a contabilidade, conforme se retira do exposto no nº 1 do artigo 17º do CIRC.

Os rendimentos prediais e os restantes rendimentos obtidos por uma SPV estão sujeitos a tributação em sede de IRC, nos termos gerais, à taxa geral de 25% (artigo 87º do CIRC), à qual acresce a derrama à taxa prevista no artigo 87º-A do CIRC que incide sobre a parte do lucro tributável que exceda um milhão e quinhentos mil euros.

As mais-valias obtidas com a alienação dos imóveis na SPV encontram-se igualmente sujeitas a tributação em sede de IRC. No caso do reinvestimento do valor das mais-valias segundo o artigo 48º do CIRC é deduzido ao lucro tributável 50 % das mais-valias.

1.5.2.3. Tributação dos investidores

Os rendimentos distribuídos por uma sociedade comercial são rendimentos que irão ser tributados, na esfera de duas entidades juridicamente distintas, sendo os rendimentos distribuídos originalmente tributados na esfera da entidade que os gerou e, posteriormente, na esfera da entidade a quem são distribuídos em sede de IRS ou IRC, dependentemente da natureza dos seus beneficiários.

1.5.2.3.1. Investidores residentes no território português

Os rendimentos distribuídos a pessoas singulares residentes no território português, por remissão do artigo 5º do CIRS encontram-se sujeitos à tributação à taxa liberatória definida na alínea c) do nº 1 do artigo 71º do CIRS de 26,5%. Esta retenção, regra geral, tem a natureza de imposto pago a título definitivo. Ao abrigo do regime do artigo 40º-A do CIRS pode o titular dos rendimentos optar pelo englobamento do rendimento obtido, sendo para efeitos de determinação do rendimento tributável apenas considerado 50%

do rendimento obtido. Exercendo a opção pelo englobamento¹⁵, o valor do imposto retido passa a ter a natureza de imposto por conta de acordo com o artigo 78º do CIRS.

Os rendimentos distribuídos a pessoas coletivas residentes no território português encontram-se sujeitos a retenção na fonte à taxa de 25% segundo o artigo 94º do CIRC, a qual assume a natureza de imposto por conta. O artigo 97º do CIRC dispensa a retenção na fonte às entidades que detenham uma participação igual ou superior a 10% durante o período mínimo de 1 ano. Os rendimentos auferidos são obrigatoriamente englobados para efeitos do apuramento do lucro tributário da sociedade.

A regulação da eliminação da dupla tributação derivada de haver duas esferas jurídicas distintas sujeitas a imposto é feita, para os beneficiários sujeitos passivos de IRS no artigo 40º-A do CIRS e para os sujeitos passivos de IRC no artigo 51º do CIRC

1.5.2.3.2. Investidores não residentes no território português

Os rendimentos distribuídos a pessoas singulares não residentes no território português encontram-se sujeitos à taxa liberatória de 26,5% conforme o aplicável aos sujeitos residentes.

A obrigatoriedade de retenção na fonte pode ser eliminada ou limitada quando exista convenção entre Portugal e o país de residência do beneficiário, destinada a evitar a dupla tributação¹⁶. Para que tal ocorra é necessário que os beneficiários dos rendimentos façam prova perante a entidade obrigada a efetuar a retenção até ao momento da colocação à sua disposição, de que se verificam os pressupostos legais que resultam da convenção para evitar a dupla tributação, isto é, de que são residentes naquele outro Estado e aí serão tributados aqueles rendimentos.

Os rendimentos distribuídos a pessoas coletivas não residentes no território português são tributados à taxa de 25%, de harmonia com o disposto n.º 4 do artigo 87.º do CIRC.

Como acontece para as pessoas singulares em sede de IRS, não existirá a obrigação de efetuar a retenção na fonte de IRC, total ou parcial, sobre os dividendos pagos ou

¹⁵ A opção pelo Englobamento determina a que todos os rendimentos do sujeito passivo sujeitos à retenção na fonte a título definitivo sejam considerados.

¹⁶ Pela qual a tributação dos rendimentos auferidos por residente do outro Estado seja efetuada, no todo ou em parte, pelo Estado de residência e não pelo Estado da fonte do rendimento

colocados à disposição sempre que exista uma convenção destinada a eliminar a dupla tributação.

As convenções para evitar a dupla tributação na distribuição de lucros de outras sociedades, não eliminam totalmente a sua tributação pelo Estado da fonte, antes a limitam, permitindo a utilização de taxas reduzidas de retenção na fonte. Nas convenções celebradas entre Portugal e os outros países as taxas a aplicar na tributação, através do mecanismo de retenção na fonte dos dividendos pagos a não residentes variam entre 5% e 15%¹⁷.

¹⁷ As taxas de retenção aplicáveis as convenções para evitar a dupla tributação na distribuição de lucros encontram-se definidas na AT, na secção informação fiscal, convenção para evitar dupla tributação.

1.6. Modelos, Órgãos e Estrutura de Governos Societários

É importante conduzir uma intensa reflexão sobre a estrutura e o controlo das sociedades. Esta problemática é genericamente rotulada como relativa ao governo das sociedades (*corporate governance*¹⁸) tendo conhecido uma difusão em todos os mercados internacionais, por respeitar à questão universal do aperfeiçoamento dos mecanismos de tutela dos investidores.

“Por governo das sociedades quer-se referir o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado” (CMVM - Código de Governo das Sociedades). Esta análise sobre o governo das sociedades cotadas não procura impor modelos rígidos e uniformes. O seu objetivo é antes o de procurar contribuir para a melhoria do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na atividade societária – investidores, credores e trabalhadores.

O governo das sociedades comporta, nessa medida, uma vertente interna e uma vertente externa: na primeira aceção, entende-se o conjunto das regras organizativas dentro de cada sociedade; o controlo externo, por seu turno, reporta-se à avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a atuação dos investidores institucionais apresenta importância capital.

O estudo e a reflexão sobre a matéria do governo das sociedades têm incidido especialmente sobre as sociedades abertas ao investimento público, com especial relevo para a necessidade de criar os mecanismos eficientes de fiscalização e de controlo das respetivas equipas de gestão e das atividades por elas desenvolvidas.

Acontece, porém, que as questões de eficiência da estrutura orgânica e do sistema de controlo e de fiscalização das sociedades e o respetivo impacto nos resultados da respetiva atividade comercial, terão certamente interesse para as sociedades não cotadas em mercado.

Apesar de relativamente a sociedades comerciais cujos capitais não estão abertos ao investimento público tal situação não se colocar nos mesmos termos, os problemas que

¹⁸ A CMVM traduziu a expressão como *Governo das Sociedades*. Porém, porque se reconhece maior abrangência na terminologia anglo-saxónica decidiu-se mantê-la tal como na sua génese

se levantam relativamente a sociedades cotadas, especialmente no que respeita à intervenção de determinadas entidades reguladoras (em Portugal a CMVM), não pode deixar dúvidas quanto à relevância de tais normas de bom governo também para as sociedades não cotadas.

As normas sobre questões ligadas ao governo das sociedades encontram-se previstas em várias disposições do Código das Sociedades Comerciais aplicáveis às sociedades anónimas, bem como em normas do Código dos Valores Mobiliários, de Direito Comunitário, de Regulamentos e Recomendações da CMVM, no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e nas Instruções do Banco de Portugal e, ainda, nas recomendações constantes dos “Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”, embora, com exceção do primeiro, estes documentos respeitem a aspetos específicos em matéria de regulação e, por isso, especialmente direcionadas para as sociedades abertas ao investimento público.

1.6.1. A Importância da Aplicabilidade de Corporate Governance

Os desenvolvimentos recentes exigidos pelos mercados cada vez mais globais e integrados levaram a que, à escala global, as bolsas de valores começassem a exigir a adoção por parte das organizações com títulos cotados, de padrões de *governance* mais ou menos uniformes. Basicamente podem considerar-se dois sistemas com características muito próprias: o sistema anglo-saxónico e o sistema continental.

O modelo anglo-saxónico é baseado no conceito de capitalismo de mercado. É fundado na crença do autointeresse e de que os mercados descentralizados podem funcionar como autorregulador.

Este modelo tem como base um comportamento orientado para o mercado de capitais. A dispersão do capital e a delegação das responsabilidades de gestão em agentes não acionistas, são as principais características deste modelo. Este sistema dá a possibilidade do controlo efetivo através de acordos entre acionistas mas não via acionistas individualmente. Os acionistas minoritários têm proteção apesar da propriedade e controlo estarem separados. É um modelo de *One Tier*¹⁹ com um único órgão principal, o Conselho de Administração. O Conselho de Administração é constituído por

¹⁹ One Tier corresponde a um nível hierárquico.

administradores independentes não executivos que não se podem alinhar com os interesses dos acionistas maioritários, mas de todos os acionistas.

No sistema anglo-saxónico os gestores são agentes que atuam em benefício dos acionistas, sendo o mercado financeiro e o sistema judicial a base de controlo e escrutínio. As sociedades cotadas possuem um capital disperso e a sua política com os *stakeholders*²⁰ são fomentadas por contratos legais específicos. Este modelo é composto por um Conselho de Administração que incorpora uma comissão de Auditoria e um ROC, que gerem, fiscalizam e auditam respetivamente.

O modelo continental é adotado na Alemanha e nos países Latinos. A teoria da empresa na perspectiva do acionista é o princípio subjacente. Este modelo considera não apenas os interesses dos acionistas, mas de todos os *stakeholders*. Normalmente são os acionistas mais importantes que têm parte ativa no processo estratégico de tomada de decisão. É um modelo de *Double Tier* (dois órgãos): conselho de administração e o conselho geral ou de supervisão.

Neste sistema as instituições financeiras são os principais agentes. Os mecanismos de controlo e defesa dos acionistas são pouco elaborados. Possui um capital pouco líquido e distribuído entre poucos acionistas entre eles *stakeholders* como fornecedores, credores e trabalhadores que também podem vir a fazer parte dos órgãos de supervisão das sociedades.

Dentro do modelo continental podemos diferenciar o modelo monista e o modelo dualista. O modelo monista é composto por conselho de administração, conselho fiscal e um ROC que gerem, fiscalizam e auditam respetivamente. O modelo Dualista é composto por Conselho de Administração executivo, conselho geral e de supervisão e um ROC que gerem, fiscalizam e auditam respetivamente.

Porém, qualquer que seja o sistema adotado, ambos assentam em dois pilares fundamentais: o da transparência e o da responsabilidade para com os investidores. Conduzem, em última instância, à maximização do valor acionista (ou das UP) a longo prazo. Para além disso, promovem o equilíbrio dos poderes dos *stakeholders* e são fundamentais para assegurar o desenvolvimento da organização.

²⁰ O termo inglês *stakeholder* (que poder ser traduzido como 'parte interessada') designa uma pessoa, grupo ou entidade com legítimos interesses nas acções e no desempenho de uma organização e cujas decisões e actuações possam afectar, directa ou indirectamente, essa mesma organização.

O investimento nos mercados atuais tem sido caracterizado pelo crescimento da predominância dos investidores institucionais que não somente aumentaram as suas participações acionistas em organizações domésticas, como também incrementaram as suas participações em organizações além-fronteiras numa tentativa de diversificação do risco e de evitar a sua concentração. Por outro lado, a introdução do euro, com a sua capacidade de tornar os mercados mais transparentes e de reduzir os custos de transação, proporcionou aos investidores de toda a Europa retirar uma visão externa mais ampla e abrangente das oportunidades de investimento, da que teriam se estivessem somente limitados aos seus países.

Como os investidores institucionais investem geralmente dentro do seu próprio ambiente, o ativismo nos mercados domésticos em matéria de *corporate governance* está igualmente a aumentar resultado de experiências negativas desde o começo da década, como sejam, fraudes, má gestão, ou políticas remuneratórias controversas, como foram os casos da Enron e da Arthur Anderson.

Os investidores institucionais sentem, agora, mais do que nunca, a necessidade de implementar e adotar uma posição ativa nos assuntos da *governance* que afetam os seus investimentos.

Além disso, como já se referiu, o interesse crescente pelos mercados externos exige às instituições a avaliação do desempenho ao nível da *corporate governance* no estrangeiro.

Porém, entre os investidores institucionais europeus esta tendência está ainda numa fase muito primária de desenvolvimento (Vinten, 1998).

Com impacto em assuntos comuns à economia e à globalização dos negócios, a *corporate governance*, entrou agora no domínio público ao nível dos mercados mundiais.

Alguns dos detalhes estão agora a começar a ser discutidos e existem interessantes variações e adaptações dos sistemas existentes em alguns países, na senda da desejada harmonização. Como refere Vinten (1998), muita da necessidade de incentivar uma *corporate governance* firme assenta nas definições de gestão satisfatória, de diretor, de acionista e da eventual informação para os *stakeholders*. A definição concreta das responsabilidades e esfera de ação da profissão do contabilista é uma primeira via para satisfazer essa necessidade. É reconhecido que as organizações adotam estratégias

arriscadas como forma de controlo, caso dependam das divulgações imprevisíveis dos *whistleblowers*²¹, embora seja um dispositivo de controlo satisfatório para encorajar e recompensar o *whistleblowing* interno.

Ora, forçosamente, ter-se-á que reconhecer tudo isto como uma área natural de qualquer sistema de *corporate governance* (Vinten, 1998).

O grande problema centra-se em conseguir sistemas de *governance* convergentes, com um mínimo de harmonização, mas mantendo a sua identidade própria. A probabilidade de convergência dos vários sistemas de *corporate governance* fará com que, no essencial, eles se tornem idênticos numa base global. São conhecidas e defendidas uma grande variedade de posições neste contexto. Uma delas deriva do crescimento económico à escala global. As organizações de todo o mundo estão a ser pressionadas para adotarem sistemas uniformes tendentes a estabelecer as melhores práticas de governo societário.

Por outras palavras, nesta perspetiva de acordo com Einsenberg (1999), o “governo das sociedades” é uma tecnologia semelhante aos sistemas de inventário ou a qualquer outro sistema de trabalho.

1.6.2. Categorização de Modelos de Corporate Governance

1.6.2.1. Modelo Anglo-Saxónico

O modelo anglo-saxónico é constituído por um órgão, o Conselho de Administração. O Conselho de Administração incorpora uma Comissão de Auditoria e a Revisão Oficial de Contas. O Conselho de Administração tem como competência gerir, a Comissão de Auditoria é fiscalizar e a do ROC é de auditar as contas.

A fiscalização da atuação do Conselho de Administração é realizada pelo próprio órgão e não por nenhum órgão exterior. A principal vantagem deste modelo resulta do facto de quem fiscaliza, é quem tem mais informação e mais fácil acesso à mesma.

A distinção do modelo anglo-saxónico do monista deve-se ao facto deste incluir uma Comissão de Auditoria. Os membros da Comissão de Auditoria são nomeados pela

²¹ Indivíduos que publicamente difundem informações sobre a organização que, à partida, a organização não quereria ver divulgadas. Os *whistleblowers*, são, por norma, funcionários da organização e podem difundir aquelas informações internamente.

Assembleia e são no mínimo três administradores não executivos e pelo menos um dos administradores do Conselho de Administração tem de ser independente.

Os membros da Comissão de Auditoria não podem ser destituídos por simples resolução da Assembleia Geral. Para destituir um membro da Comissão de Auditoria é necessário reunir três condições: justa causa, a resolução da Assembleia Geral e a resolução da Assembleia Geral tem de ser aprovada em Tribunal.

Estes mecanismos foram criados para proteger a independência das pessoas que desempenham a função de controlo. Este mecanismo pode conduzir a menores custos de agência²², uma vez que o órgão que fiscaliza é independente da gestão.

1.6.2.2. Modelo Latino (Monista)

Constituído por dois órgãos, o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal ou Fiscal Único. Pode incluir o Revisor Oficial de Contas no caso do modelo latino reforçado. O conselho de administração é constituído por membros executivos e não executivos. Os membros do conselho fiscal são maioritariamente independentes. Os membros deste órgão têm de possuir qualificações e experiência necessária para exercer a sua função. Um membro independente é considerado quem não está associado a qualquer grupo de interesses nem se encontra em situação suscetível de afetar a sua isenção.

A característica mais importante deste modelo é a unificação no mesmo órgão da monitorização e gestão. A decisão final da composição órgãos do controlo e gestão é feita em Assembleia Geral pelos acionistas. A Assembleia Geral pode destituir a qualquer momento os membros do Conselho de Administração.

Este modelo por vezes não é aconselhado para sistemas legais dominados por grupos de acionistas fortes e controladores, o que pode conduzir a custos de agência entre os acionistas.

²² Os custos de agência surgem quando um ou mais indivíduos contratam outra pessoa ou organização, denominados agentes (ou administradores), para a realização de algum serviço, delegando-lhe a tomada de decisões. Estas, entretanto, podem conflitar com os interesses dos acionistas, fazendo com que surja, então, o típico conflito de agência que.

1.6.2.3. Modelo Dualista

O modelo dualista é constituído por três órgãos: o Conselho Geral e de Supervisão, o Conselho de Administração Executivo e o ROC. Há uma alteração da designação do órgão executivo para Conselho Executivo”, sendo os seus titulares designados de Administradores. O Conselho de Administração Executivo tem como função a gestão da sociedade, o Conselho Geral e de Supervisão tem como função a fiscalização do Conselho de Administração Executivo e a aprovação das demonstrações financeiras da sociedade. O ROC audita as contas.

O Conselho Geral e de Supervisão é composto por membros eleitos pela Assembleia Geral que podem ser ou não acionistas. O Conselho de Administração Executivo é composto por membros eleitos pelo Conselho Geral e de Supervisão ou pela Assembleia Geral.

Neste modelo existe uma maior separação entre a gestão e os detentores da propriedade, porque os membros dos órgãos de gestão (Conselho de Administração Executivo) não são diretamente nomeados pela Assembleia Geral.

A principal característica deste modelo é a limitada participação dos acionistas na tomada de decisões da empresa. A Assembleia Geral exerce dois poderes: alteração de estatutos e nomear e destituir membros do Conselho Geral e Supervisão.

Capítulo II – Metodologia

O presente capítulo encontra-se estruturado em três pontos:

- Enquadramento das questões a serem desenvolvidas;
- Definição da natureza do centro comercial desenvolvido para a *Parque Enxerim* e os motivos que levam à decisão do seu modelo;
- Metodologia enquadrada para a análise dos dados necessários à escolha da estrutura societária do projeto em causa.

2.1. Questões de Investigação – Enquadramento e hipóteses de trabalho

Como referido na introdução, as questões de investigação do presente projeto, têm como objetivo principal avaliar qual a melhor forma de organização societária do projeto em estudo e o governo societário a adotar.

As questões de investigação que pretendemos dar resposta são essencialmente duas.

A primeira questão que o presente trabalho pretende dar resposta é qual a entidade coletiva, isto é, a forma societária, com personalidade jurídica ou não, que irá servir melhor o projeto em estudo: Parque Enxerim.

A segunda questão que o presente trabalho pretende dar resposta é qual o melhor modelo de *Corporate Governance* a adotar pela entidade coletiva investidora no projeto Parque Enxerim a fim de tornar a mesma atraente e efetiva em termos de gestão para os investidores.

A fim de dar resposta às questões em referência, desenvolvemos no primeiro capítulo uma revisão dos princípios gerais que norteiam o problema. Os dados que seguidamente são tratados no segundo ponto do presente capítulo, têm como base a definição e organização de um centro comercial, nomeadamente, o projeto específico em estudo, um centro comercial com o conceito de *Factory Outlet Center*.

2.2. Definição e Organização de um Centro Comercial

Segundo a definição da Associação Portuguesa de Centros Comerciais (APCC) para que uma infraestrutura seja considerada como um centro comercial é necessário possuir num mínimo 12 estabelecimentos e uma área mínima de 500 m².

Neste projeto optamos por um centro comercial de natureza *factory outlet center* que é definido pela APCC como centro comercial com o “formato que inclui unidades de comércio a retalho, de pequena e média dimensão, onde produtores e retalhistas vendem *merchandise* com desconto no preço, proveniente de stocks excedentários e/ou artigos com pequenos defeitos”.

A opção referida é devido a duas razões fundamentais: primeira a localização do projeto Parque Enxerim que será implementado no conselho de Silves, zona central aos principais centros comerciais e *retail parks* localizados no Algarve. A outra razão que leva à escolha do conceito de *Factory Outlet Center* prende-se com a conjuntura económica em que nos encontramos, levando a um crescimento a nível nacional na ordem dos 10% ao ano²³, tanto em termos de vendas, como em termos de visitantes, devido à procura crescente da população pelos preços baixos praticados neste tipo de centros comerciais.

2.3. Enquadramento da Avaliação da Exploração de um Centro Comercial

Neste ponto pretende-se identificar qual o volume de negócios do projeto *Parque Enxerim* e os gastos afetos a exploração da atividade. A importância da estrutura de rendimentos versus gastos do *Factory Outlet Center* torna-se primordial tendo em vista a escolha da estrutura societária e por consequência do modelo de *Corporate Governance* a adotar.

No presente estudo para obter os valores dos rendimentos e dos gastos foi necessário construir uma base de dados de raiz, estimando os rendimentos e os gastos essenciais ao funcionamento do FOC assim como outras premissas. Os valores apresentados neste projeto que se encontram nos anexos encontram a sua origem e desenvolvidos no

²³ Dados obtidos segundo o Instituto Nacional de Estatística. www.ine.pt.

projeto de dissertação elaborado pela Dr^a. Cátia Isabel Silva “*Decisão de Investimento e de Financiamento: O Caso Parque Enxerim*”

A essência da metodologia adotada para a escolha da estrutura societária é a incidência fiscal, isto é, o tratamento fiscal nas rubricas das demonstrações financeiras apresentadas em anexo.

Capítulo III – Análise de Resultados

A análise dos resultados propostos neste capítulo têm com fim dar resposta as questões apresentadas na metodologia tendo em vista os conceitos revistos anteriormente.

3.1. Sociedade Anónima versus Fundo Investimento Imobiliário

No presente trabalho a escolha do modelo fiscal otimizado à estrutura societária irá ser apenas analisado para sociedade anónima e fundos de investimento imobiliário²⁴ devido ao objeto da atividade do projeto *Parque Enxerim*.

A fim de não incrementar os custos nas SPV e no FII ao abrigo do regime de IVA vigente, nos casos em estudos, em ambas as estruturas optamos por analisar a situação em que existiria renúncia à isenção de IVA o que, por consequência, elimina o imposto de selo cobrado sobre o mesmo valor sobre o qual incide o IMT.

No caso em análise o FII para a realização do projeto do *Factory Outlet Center* é um FII Fechado de Subscrição Particular com um número de participantes inferiores a cinco ou se acima de cinco exclusivamente investidores institucionais. A escolha por este modelo do FII prende-se com o fato do mesmo, conforme referido no primeiro capítulo, não ter uma limitação percentual sobre o totalidade da composição do Fundo em projetos de construção num só imóvel e na aquisição de ações de sociedade comerciais com o objeto no ramo imobiliário.

Nesta situação ambas as opções (sociedade comercial e fundo) se apresentam sujeitos a IMI e IMT de forma igual.

²⁴ Refira-se que as SIIMO têm o mesmo tratamento fiscal conforme referenciado no Capítulo I.

3.1.1. Sociedade Anónima

Comparativamente ao FII a maior vantagem que decorre da constituição de uma sociedade comercial e mais concretamente, à criação de uma sociedade anónima, é a dedução fiscal de todos os gastos, depreciações e custos de financiamento do centro comercial do projeto.

O anexo 6 - Demonstração Previsional pelo Empréstimo Bancário Sindicado, apresenta a Demonstração de Resultados do *Parque Enxerim* implementada na estrutura societária de uma sociedade anonima.

O quadro do anexo 6, mostra que em média os gastos de financiamento do projeto e as depreciações ascendem a € 1.737.210, o que em termos comparativos com o fundo de investimento, permitem obter um benefício fiscal em média anual de € 434.302²⁵ ao optar pela criação de uma sociedade anónima.

Refira-se contudo, dado a taxa de IRC nos FII diferenciar-se da S.A. de 25% para 20% o benefício fiscal acima referido em média anual no FII seria de € 347.442.

Tabela 2 – Resultado Líquido FII versus S.A.

FII		S.A.	
EBITDA	5.274.252 €	EBIT	3.550.179 €
IRC – 20%	1.054.850 €	IRC – 25%	887.545 €
Resultado Líquido ²⁶	2.464.519 €	Resultado Líquido	2.662.634

Fonte: Ana Catarina Ribeiro Inácio.

Em termos de distribuição de resultados, as sociedades anónimas não são tão atrativas como os FII. Nas S.A. é obrigatório que uma percentagem não inferior a 5% dos resultados do exercício seja afeto à constituição de uma reserva legal até que essa reserva atinja um montante correspondente a 20% do capital social. No FII isso não acontece.

Na ótica dos acionistas, como referido no primeiro capítulo, os rendimentos distribuídos irão ser tributados em duas esferas jurídicas distintas, na esfera da sociedade que os gerou e posteriormente na esfera do beneficiário dos rendimentos. Na distribuição dos

²⁵ A taxa de IRC considerada é 25% conforme atual legislação do CIRC.

²⁶ Ao Resultado Líquido apresentado é o contabilístico e não o fiscal, tendo o mesmo sofrido a diminuição do valor médio dos gastos não aceites.

dividendos os mesmos são tributados à taxa liberatória de 26,5% para sujeitos passivos de IRS residentes e à taxa de 25% para sujeitos passivos de IRC residentes. Ao abrigo do regime do artigo 40º-A do CIRS pode o titular dos rendimentos optar pelo englobamento do rendimento obtido, sendo para efeitos de determinação do rendimento tributável apenas considerado 50% do rendimento obtido. Exercendo a opção pelo englobamento, o valor do imposto retido (taxa liberatória) passa a ter a natureza de imposto por conta. De referir contudo esta opção nem sempre ser do interesse do sujeito passivo de IRS visto que uma vez opte pela opção do englobamento todos os rendimentos deste sujeito a taxa liberatória serão incluídos da mesma forma. Relativamente ao sujeito passivo de IRC a opção pelo englobamento é obrigatória.

A regulação da eliminação da dupla tributação derivada de haver duas esferas jurídicas distintas sujeitas a imposto é feita, para os beneficiários sujeitos passivos de IRS, no artigo 40º-A do CIRS e para os sujeitos passivos de IRC no artigo 51º do CIRC.

No tratamento da distribuição dos dividendos a sujeitos passivos de IRS e IRC não residentes, a dupla tributação pode apenas ser limitada quando houver prova de convenção entre Portugal e o país de residência do beneficiário, sendo sem esta convenção as condições de retenção equivalentes aos sujeitos residentes sem a opção pelo englobamento.

3.1.2. Fundo de Investimento Imobiliário

Na esfera do FII apesar das depreciações dos imóveis e os gastos de financiamento não ser dedutíveis fiscalmente, estes dispõem de outras condições fiscalmente atrativas aos seus investidores.

Revendo as taxas sobre o rendimento a que os FII são tributados, observamos que são muito mais atrativas do que as taxas das S.A.

Nas S.A. apenas existe uma taxa a aplicar sobre o rendimento, 25%. Nos FII os rendimentos líquidos prediais são tributados a uma taxa de 20% e as mais-valias a uma taxa de IRC efetiva de 12,5% sem haver a necessidade de reinvestimento.

Assim em termos do imposto sobre os lucros podemos facilmente concluir que no caso de uma estrutura em que os custos fiscalmente não dedutíveis não sejam elevados o fundo torna-se certamente fiscalmente mais vantajoso.

Recorrendo à exposição feita no ponto anterior, se considerarmos que não existe recurso a endividamento, a média anual dos custos não aceites (depreciações do imóvel) no estudo em causa desce para €1.022.723.

Em termos práticos a seguinte tabela mostra em termos médios anuais os resultados para o investidor:

Tabela 3 – Resultado Líquido: FII vs S.A.

FII		S.A.	
EBITDA	5.274.252 €	EBIT	4.251.530 €
IRC – 20%	1.054.850 €	IRC – 25%	1.062.882 €
Resultado Líquido ²⁷	3.196.679 €	Resultado Líquido	3.188.647 €

Fonte: Ana Catarina Ribeiro Inácio.

Conclui-se, com uma fraca estrutura de custos após o resultado EBITDA, o FII torna-se fiscalmente mais vantajoso. Quanto menor os custos não aceites fiscalmente nos FII maior a alavancagem dos benefícios fiscais do mesmo.

Na ótica dos participantes do fundo a distribuição dos rendimentos têm maior vantagem fiscal comparativamente às S.A. visto que os fundos gozam de um regime fiscal, assente no princípio de que o titular de unidades de participação nos mesmos deverá, em regra, ter uma tributação equivalente àquela que sofreria se tivesse investido diretamente nos ativos detidos pelo fundo.

Aos participantes sujeitos passivos de IRS residentes²⁸, a distribuição de rendimentos é isenta de IRS, havendo a opção pelo englobamento conforme referido no ponto anterior, em que a taxa de IRC de 20 % é considerada como pagamento por conta. Aos participantes sujeitos passivos de IRC residentes os rendimentos não estão sujeitos a retenção na fonte, sendo considerados como rendimentos ou ganhos, e o montante do imposto retido pelo FII, considerado imposto por conta, isto é, são obrigados ao englobamento.

²⁷ Ao Resultado Líquido apresentado é o contabilístico e não o fiscal, tendo o mesmo sofrido a diminuição do valor médio dos gastos não aceites.

²⁸ Sujeitos passivos de IRS, fora do âmbito de uma atividade comercial, industrial e agrícola, caso contrário constitui-se equiparado em termos de imposto como sujeito passivo de IRC residente.

Para os participantes do fundo não residentes no território português sujeitos passivos de IRS ou IRC os rendimentos encontram-se isentos de IRS e IRC.

3.2. Modelo de Corporate Governance

Existem três modelos *de Corporate Governance* possíveis de ser adotadas em Portugal para a sua estrutura de administração e fiscalização conforme o disposto no artigo 278º do CSC.

O modelo anglo-saxónico incorpora na sua estrutura um órgão, o Concelho de Administração, que tem como função a gestão. Por sua vez o Concelho de Administração incorpora uma Comissão de Auditoria que têm como função fiscalizar e incorpora também um ROC com função de auditar as contas da sociedade.

O benefício deste modelo é que a fiscalização do CA é levada a cabo por membros do CA que integram a Comissão de Auditoria, havendo assim um maior acesso de informação disponível para cumprir a missão de fiscalização.

O modelo monista é constituído por dois órgãos: o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal ou Fiscal Único. Pode incluir o Revisor Oficial de Contas no caso do modelo latino reforçado. Neste modelo quem exerce a gestão e a fiscalização são dois órgãos distintos, dependendo o Concelho Fiscal da informação dada pelo Conselho de Administração. Neste modelo predomina a característica de um único órgão de administração da empresa centralizando a gestão e tomadas de decisão. Este modelo não é aconselhável para S.A. dominadas por grupos de acionistas fortes e controladores.

O modelo dualista constituído por três órgãos: o Conselho Geral e de Supervisão, o Conselho de Administração Executivo e o ROC. O Conselho de Administração Executivo tem como função a gestão da sociedade, o Conselho Geral e de Supervisão tem como função a fiscalização do Conselho de Administração Executivo e a aprovação das demonstrações financeiras da sociedade. O ROC audita as contas.

O modelo dualista visa criar uma estrutura intermédia (Conselho Geral) entre a assembleia geral e os gestores executivos (direção), que para além de outras funções, deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos e, por consequência, dos acionistas a quem esses administradores se

encontrem ligados. O modelo dualista é um modelo que distribui pouco poderes aos acionistas.

Podemos assim concluir que o modelo dualista apresenta dois órgãos responsáveis pela administração da empresa, pelo que existe uma maior confiança por parte dos investidores contribuindo assim para menores custos de agência.

Dada a dimensão do projeto, o elevado valor do investimento e a necessidade de informação transparente, o modelo de *Corporate Governance* a adotar caso a estrutura do Parque Enxerim seja uma S.A. será o modelo dualista.

A opção pelo modelo dualista encontra-se na alínea c) do nº 1 do artigo 278º do CSC. A composição do Conselho de Administração Executivo rege-se pelo artigo 424º do CSC. Excedendo o valor do capital social duzentos mil euros é obrigatório mais de um administrador, sendo assim a composição do Conselho de Administração Executivo por dois membros.

O artigo 431º do CSC confere ao Conselho de Administração as atividades de gestão da sociedade e representar os acionistas. Segundo o artigo 427º do CSC nesse conselho deve haver um presidente que, se não for nomeado no momento da designação dos membros deste conselho, é eleito dentro do conselho.

Relativamente aos membros do Conselho Geral e de Supervisão, mediante o artigo 434º do CSC o número de membros deste conselho deve ser superior ao número de administradores. Uma vez que definimos dois membros para o Conselho de Administração Executivo no caso do Conselho Geral e de Supervisão serão três os membros. Os membros são designados no contrato da sociedade ou eleitos pela assembleia geral.

Compete ao conselho geral nomear os administradores, fiscalizar as atividades do conselho de administração e aprovar as demonstrações financeiras bem com as demais funções descritas no artigo 441º do CSC.

Capítulo IV – Conclusões

Este projeto teve como principal objetivo estudar e apresentar qual a melhor estrutura societária para o projeto *Parque Enxerim* e o modelo de *Corporate Governance* a adotar tendo em vista o benefício do investidor.

Ao longo do estudo das diferentes formas jurídicas possíveis para desenvolver o projeto do *Factory Outlet Center* foi dado especial foco às sociedades anónimas e aos fundos de investimento imobiliário.

Ao analisar a estrutura fiscal aplicada a ambas as entidades conclui-se que embora a taxa de IRC seja inferior nos fundos (20%), o FII apenas se torna competitivo em termos fiscais comparativamente às sociedades anónimas (que são tributas em IRC à taxa de 25%) quando o nível dos custos não aceites fiscalmente não sejam elevados. Contudo apesar dos FII não apresentarem grande alavancagem fiscal no que concerne à tributação dos rendimentos das atividade dos mesmos, tornam-se mais vantajosos fiscalmente para os participantes do fundo na ótica da distribuição dos rendimentos.

A conclusão final relativamente à estrutura societária do *Parque Enxerim* mediante as demonstrações provisionais do mesmo são, no caso de o projeto ser financiado por capitais alheios deverá ser constituída uma S.A.

No estudo tendente a desenvolver o projeto unicamente com recurso a capitais próprios, deve-se incorporar o projeto num FII através de uma sociedade gestora de fundos de investimento imobiliário²⁹, para obter as vantagens identificadas anteriormente.

Quanto ao melhor modelo de *Corporate Governance* a adotar, o modelo que nos parece mais ajustado e com maior vantagem foi o modelo dualista.

A opção pelo modelo dualista prende-se com a existência de dois órgãos administradores, isto é, o Conselho de Administração Executivo que têm como função as tomadas de decisão na gestão da empresa e o Conselho Geral e de Supervisão que fiscaliza a atuação do Conselho de Administração Executivo e aprova as demonstrações financeiras. A escolha por um modelo dual têm em vista evitar os conflitos de interesses dos acionistas e os gestores, diminuindo os custos de agência e por sua vez produzir informação com maior confiança e transparência de modo a atrair mais investidores.

²⁹ No Capítulo I encontram-se dispostas as informações referentes ao RJFII para constituição do FII.

Referências Bibliográficas

Códigos Consultados

Código do Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares – Decreto-Lei nº 442-A/88;

Código Civil Português - Decreto-Lei nº 47 344 de 25 de Novembro;

Código das Sociedades Comerciais – Decreto-Lei nº 262/86 de 2 de Setembro;

Código do Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis – Decreto-Lei nº 287/2003 de 12 de Novembro;

Código do Imposto Municipal sobre Imóveis - Decreto-Lei nº 287/2003 de 12 de Novembro;

Código do Imposto Selo – Decreto-Lei nº 287/2003 de 12 de Novembro;

Código do Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas – Decreto-Lei nº 159/2009 de 13 de Julho;

Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado

Código dos Valores Mobiliários – Decreto-Lei nº 486/99 de 13 de Novembro;

Código Estatutos dos Benefícios Fiscais – Decreto-Lei nº 215/89 de 1 de Julho;

Regime Jurídico dos fundos de Investimento Imobiliário - Decreto-Lei nº 60/2002 de 20 de Março;

Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – Decreto-Lei nº 8/2002, de 18 de Junho

Sites Consultados

www.apfipp.pt

<http://www.moneris.pt/guiafiscal/dado.php?cod=86>

www.portaldasfinancas.gov.pt

<http://www.pwc.pt/pt/guia-fiscal-2012/irc/fundos.jhtml>

www.fundbox.pt

www.cmvm.pt

http://info.portaldasfinancas.gov.pt/NR/rdonlyres/3D2BCF63-FDD5-4BFF-9D9C-AADAC39BFA31/0/Tabela_CDTs_2012.pdf

Outra Bibliografia Consultada

Baptista, Cláudia Dionísia – 2009 - As Variáveis determinantes na escolha do modelo de Corporate Governance em Portugal – Faculdade de Economia do Porto

dos Santos, Joaquim Alberto Neiva – 2009 - “Corporate Governance” - Universidade Aberta

Becht, M. and Mayer, C. (2001) ‘The control of corporate Europe’, in *F. Barca and M. Becht* (eds), *The Control of Corporate Europe*, Oxford: *Oxford University Press*.

Blair, M.M. (1995) *Ownership and Control: Rethinking for the Twenty-First Century*, Washington, DC: *Brookings Institution*.

Correia, Dr. Artur – A Organização de Espaços Comerciais em Regime de Propriedade Horizontal.

OECD (1999), “Principles of ”, OECD, pp. 3-42.

Jensen, Michael C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-339.

Malheiro, Vitor Manuel Alves – O Regime Fiscal dos Dividendos.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

Resende, Hugo – 2010 - “Relação entre Gestão de risco e Corporate Governance: a intervenção do Estado como desincentivo à Gestão eficiente do Risco” – Universidade Técnica de Lisboa/ISEG

Silva, Cátia Isabel – 2012 - “Decisão de Investimento e de Financiamento: O Caso Parque Enxerim” - UALG

Silva, Artur Santos; Vitorino, António; Alves, Carlos Francisco; Da Cunha, Jorge Arriaga; Monteiro, Manuel Alves – 2006 – Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal.

Subtil, António Raposo; Ilhéu, Manuel; Nóbrega, João Ricardo; Côrte-Real, João; Teles de Menezes, Maria Cristina Bogado; Monteiro, Carla; Lopes da Costa, Manuel – 2008 – Guia do Direito Imobiliário, Volume V.

Vinten, Gerard - (1998) "Corporate governance: an international state of the art",
Managerial Auditing Journal, Vol. 13

Lista de Anexos

Anexo 1-Volume de Negócios	0
Anexo 2-Plano de Investimento em Imobilizado	1
Anexo 3- Fornecimento e Serviços Externos	2
Anexo 4- Gastos com Pessoal	4
Anexo 5-Tabela de Depreciações	5
Anexo 6-Demonstração de Resultados Previsional pelo Empréstimo Bancário Sindicado	6

Anexo 1-Volume de Negócios

Designação dos Espaços	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Infantário	33.408	36.175	37.983	39.882	41.877	43.970	46.169	48.477	50.901	53.446
Espaço Feiras	264.000	415.800	436.590	458.420	481.340	505.407	530.678	557.212	585.072	614.326
Armazém do Supermercado	49.500	77.963	81.861	85.954	90.251	94.764	99.502	104.477	109.701	115.186
Lojas	1.451.405	1.571.599	1.650.179	1.732.688	1.819.323	1.910.289	2.005.803	2.106.093	2.211.398	2.321.968
Super/Hipermercado	172.800	187.110	196.466	206.289	216.603	227.433	238.805	250.745	263.283	276.447
Espaço X	176.000	190.575	200.104	210.109	220.614	231.645	243.227	255.389	268.158	281.566
Ginásio	92.160	99.792	104.782	110.021	115.522	121.298	127.363	133.731	140.417	147.438
Salão de Jogos	416.768	451.282	473.846	497.538	522.415	548.536	575.962	604.761	634.999	666.748
Cinemas	129.024	139.709	146.694	154.029	161.730	169.817	178.308	187.223	196.584	206.414
SPA	92.160	99.792	104.782	110.021	115.522	121.298	127.363	133.731	140.417	147.438
Restauração	1.157.632	1.253.498	1.316.173	1.381.982	1.451.081	1.523.635	1.599.817	1.679.808	1.763.798	1.851.988
Pavilhão Desportivo	192.000	207.900	218.295	229.210	240.670	252.704	265.339	278.606	292.536	307.163
TOTAL VOLUME DE NEGÓCIOS	4.226.857	4.731.194	4.967.754	5.216.142	5.476.949	5.750.796	6.038.336	6.340.253	6.657.265	6.990.129

Anexo 2-Plano de Investimento em Imobilizado

Investimento	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. Propriedades de Investimento											
a) Terrenos e recursos naturais											
b) Edifícios e Outras Construções											
c) Outras Propriedades de Invest.											
2. Activos Fixos Tangíveis	31.054.814	156.87									
a) Terrenos e recursos naturais	5.921.942										
b) Edifícios e Outras Construções	25.132.872										
c) Equipamento Básico		91.921									
d) Equipamento de Transportes		44.732									
e) Equipamento Administrativo		15.559									
f) Equipamentos Biológicos											
g) Outros Activos Fixos Tangíveis		2.659									
3. Activos Intangíveis		16.403			345			345			345
a) Godwill											
b) Projectos de desenvolvimento											
c) Programas de Computador		16.403			345			345			345
d) Propriedade Industrial											
e) Outros											
TOTAL INVESTIMENTO	31.054.814	173.27			345			345			345

Anexo 3- Fornecimento e Serviços Externos

Descrição	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. Subcontratos	600	614	628	642	657	672	688	704	720	736
2. Serviços Especializados	11.910	12.184	12.464	12.751	13.044	13.344	13.651	13.965	14.286	14.615
a) Trabalhos Especializados	6.150	6.291	6.436	6.584	6.736	6.891	7.049	7.211	7.377	7.547
b) Publicidade e Propaganda										
c) Vigilância e Segurança	600	614	628	642	657	672	688	704	720	736
d) Honorários	3.600	3.683	3.768	3.854	3.943	4.033	4.126	4.221	4.318	4.418
e) Comissões	360	368	377	385	394	403	413	422	432	442
f) Conservação e reparação	1.200	1.228	1.256	1.285	1.314	1.344	1.375	1.407	1.439	1.473
3. Materiais	1.020	1.043	1.067	1.092	1.117	1.143	1.169	1.196	1.224	1.252
a) Ferramentas e Utensílios	120	123	126	128	131	134	138	141	144	147
b) Livros e documentação técnica	300	307	314	321	329	336	344	352	360	368
c) Material de escritório	600	614	628	642	657	672	688	704	720	736
d) Artigos para oferta										
4. Energia e Fluidos	5.340	5.463	5.588	5.717	5.848	5.983	6.121	6.261	6.405	6.553
a) Electricidade	1.440	1.473	1.507	1.542	1.577	1.613	1.651	1.688	1.727	1.767
b) Combustíveis	3.600	3.683	3.768	3.854	3.943	4.033	4.126	4.221	4.318	4.418
c) Água										
5. Deslocações, estadas e	1.200	1.228	1.256	1.285	1.314	1.344	1.375	1.407	1.439	1.473
a) Deslocações e Estadas	1.200	1.228	1.256	1.285	1.314	1.344	1.375	1.407	1.439	1.473
b) Transportes de Pessoal										
c) Transportes de mercadorias										
Descrição	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024

6. Serviços Diversos	24.900	25.473	26.059	26.658	27.271	27.898	28.540	29.196	29.868	30.555
a) Rendas e alugueres										
b) Comunicação	2.400	2.455	2.512	2.569	2.629	2.689	2.751	2.814	2.879	2.945
c) Seguros	4.200	4.297	4.395	4.497	4.600	4.706	4.814	4.925	5.038	5.154
d) Royalties										
f) Contencioso e notariado	240	246	251	257	263	269	275	281	288	295
g) Despesas de representação	6.000	6.138	6.279	6.424	6.571	6.722	6.877	7.035	7.197	7.363
h) Limpeza, higiene e conforto	60	61	63	64	66	67	69	70	72	74
k) Outros Serviços	12.000	12.276	12.558	12.847	13.143	13.445	13.754	14.071	14.394	14.725
TOTAL FORNECIMENTOS E SERVIÇOS EXTERNOS	44.970	46.004	47.062	48.145	49.252	50.385	51.544	52.729	53.942	55.183

Anexo 4- Gastos com Pessoal

Quadro Resumo	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Remunerações										
Conselho Administração Executivo										
- Presidente	17.500	17.802	18.109	18.421	18.739	19.062	19.391	19.726	20.066	20.412
- Vogal	14.000	14.242	14.487	14.737	14.991	15.250	15.513	15.781	16.053	16.330
Conselho Geral e de Supervisão										
- Presidente	17.500	17.802	18.109	18.421	18.739	19.062	19.391	19.726	20.066	20.412
- Colaboradores	28.000	14.242	14.487	14.737	14.991	15.250	15.513	15.781	16.053	16.330
Marketing	11.200	11.393	11.590	11.790	11.993	12.200	12.410	12.625	12.842	13.064
Administração e Contabilidade	11.900	12.105	12.314	12.527	12.743	12.962	13.186	13.413	13.645	13.880
Operações	22.400	22.786	23.180	23.579	23.986	24.400	24.821	25.249	25.685	26.128
Encargos sobre Remunerações										
Segurança Social										
Pessoal	29.094	26.213	26.665	27.125	27.593	28.069	28.554	29.046	29.547	30.057
Seguro de Acidentes de Trabalho	1.838	1.656	1.684	1.713	1.743	1.773	1.803	1.834	1.866	1.898
Subsídio de Alimentação	516	525	534	543	552	562	572	581	591	602
TOTAL GASTOS COM PESSOAL	153.947	101.737	103.492	105.277	107.093	108.941	110.820	112.731	114.676	116.654

Anexo 5-Tabela de Depreciações

Depreciações	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. Prop. de Investimento										
a) Terrenos e recursos naturais										
b) Edifícios e Outras Construções										
c) Outras Propriedades de Invest.										
2. Activos Fixos Tangíveis	1.039.936	1.039.936	1.039.936	1.039.699	1.023.699	1.005.315	1.005.315	1.005.315	1.005.315	1.005.315
a) Terrenos e recursos naturais										
b) Edifícios e Outras Construções	1.005.315	1.005.315	1.005.315	1.005.315	1.005.315	1.005.315	1.005.315	1.005.315	1.005.315	1.005.315
c) Equipamento Básico	18.384	18.384	18.384	18.384	18.384					
d) Equipamento de Transportes	11.183	11.183	11.183	11.183						
e) Equipamento Administrativo	4.390	4.390	4.390	4.390						
f) Equipamentos Biológicos										
g) Outros Activos Fixos Tangíveis	665	665	665	665						
3. Activos Intangíveis	5.468	5.468	5.468	115	115	115	115	115	115	115
a) Godwill										
b) Projectos de desenvolvimento										
c) Programas de Computador	5.468	5.468	5.468	115	115	115	115	115	115	115
d) Propriedade Industrial										
e) Outros										
TOTAL	1.045.404	1.045.404	1.045.404	1.040.051	1.023.814	1.005.430	1.005.430	1.005.430	1.005.430	1.005.430

Anexo 6-Demonstração de Resultados Previsional pelo Empréstimo Bancário Sindicado

Descrição	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Vendas e serviços prestados		4.226.857	4.731.194	4.967.754	5.216.142	5.476.949	5.750.796	6.038.336	6.340.253	6.657.265	6.990.129
Subsídios à Exploração											
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias											
Variação nos inventários da produção											
Trabalhos para a própria entidade											
CMVMC											
Fornecimentos e serviços externos		44.970	46.004	47.062	48.145	49.252	50.385	51.544	52.729	53.942	55.183
Gastos com o pessoal		153.947	101.737	103.492	105.277	107.093	108.941	110.820	112.731	114.676	116.654
Imparidade de inventários (perdas/reversões)											
Imparidade de dívidas a receber											
Provisões (aumentos/reduções)											
Imparidade de investimento não depreciáveis											
Aumentos/reduções de justo valor											
Outros rendimentos e ganhos											
Outros gastos e perdas	38.493	201.856	201.856	201.856	201.856	201.856	201.856	201.856	201.856	201.856	201.856
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	(38.493)	3.826.083	4.381.596	4.615.343	4.860.863	5.118.747	5.389.614	5.674.116	5.972.936	6.286.791	6.616.436
Gastos/reversões de depreciação e amortização		1.045.404	1.045.404	1.045.404	1.040.051	1.023.814	1.005.430	1.005.430	1.005.430	1.005.430	1.005.430
Imparidade de activos depreciáveis											
Descrição	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024

EBIT (Resultado Operacional)	(38.493)	2.780.679	3.336.192	3.569.939	3.820.812	4.094.933	4.384.184	4.668.686	4.967.506	5.281.361	5.611.006
Juros e rendimentos similares obtidos	4.414	284	1.875	4.960	10.075	17.292	26.669	38.285	52.266	68.701	87.686
Juros e gastos similares suportados	1.560.480	1.331.200	1.198.080	1.064.960	931.840	798.720	665.600	532.480	399.360	266.240	133.120
Resultado Antes de Impostos	(1.594.558)	1.449.764	2.139.987	2.509.939	2.899.047	3.313.504	3.745.253	4.174.491	4.620.411	5.083.822	5.565.571
Imposto sobre o rendimento do período		362.441	534.997	627.485	724.762	828.376	936.313	1.043.623	1.155.103	1.270.955	1.391.393
Resultado Líquido do Período	(1.594.558)	1.087.323	1.604.990	1.882.454	2.174.285	2.485.128	2.808.940	3.130.868	3.465.308	3.812.866	4.174.178