

**Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa
Escola de Lisboa**



**Estruturas jurídicas e modelos de governação do investimento imobiliário: uma
análise integrada**

MARIA LUÍSA DE BRUGES

Mestrado em Direito Empresarial
Sob a orientação do Senhor Professor Doutor Paulo Câmara

setembro de 2024

À minha família,
Pelo incansável apoio ao longo desta jornada.

MODO DE CITAR

Na primeira referência bibliográfica de cada obra citada na presente dissertação será feita a indicação do autor, título, editora, local de publicação, ano e página. Nas restantes referências da mesma apenas se referirá o autor e o título abreviado da obra mediante a designação de “cit.”. A regra será a mesma para monografias, manuais, comentários, artigos em publicação periódica ou estudos inseridos em obras coletivas. Tratando-se de obras ou publicações periódicas consultadas online, o sítio da Internet no qual a obra foi consultada apenas será referido na bibliografia final.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Ac.	Acórdão
AIFMD	<i>Alternative Investment Fund Managers Directive</i> (Diretiva (EU) 2011/61 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011)
AIFMD II	Diretiva (UE) 2024/927 do Parlamento Europeu e do Conselho de 13 de março de 2024
Cad. MVM	Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários
CC	Código Civil português, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 47/344, de 25 de novembro de 1966
Cf.	Confrontar
Cit.	citada
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DSR	Direito das Sociedades em Revista
ESMA	<i>European Securities Markets Authority</i> (Autoridade Europeia de Mercado de Valores Mobiliários)
Et al	<i>Et alii</i> (e outros)
I.e.	<i>Id est</i> (isto é)
ICMA	<i>International Capital Market Association</i> (Associação Internacional de Mercado de Capitais)
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i> (Organização Internacional de Valores Mobiliários)
IPCG	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
Ley 11/2009	Ley 11/2009, de 26 de outubro, que regula as Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario españolas.
n.º	Número
OIA	Organismo(s) de investimento alternativo imobiliário
Imobiliário	
OIC	Organismo(s) de investimento coletivo
OICVM	Organismos de investimento coletivo em valores mobiliários
RDFMC	Revista de Direito Financeiro e de Mercados Capitais
RDS	Revista de Direito das Sociedades

Regulamento 2020/1503	Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho de 7 de outubro de 2020 relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às entidades, e que altera o Regulamento (UE) 2017/1129 e a Diretiva (UE) 2019/1937
RGA	Regime da gestão de ativos, aprovado pela Decreto-Lei n.º 27/2023, de 28 de abril
RGOIC	Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro
RJCRESIE	Regime Jurídico do capital de risco, do empreendedorismo social e do investimento especializado, aprovado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março
RJFC	Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto que aprova o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo
RRGA	Regulamentação do Regime da Gestão de Ativos
SGOIC	Sociedade Gestora de Organismos de Investimento Coletivo
ss.	seguintes
SSRN	<i>Social Science Research Network</i>
STJ	Supremo Tribunal da Justiça
TC	Tribunal Constitucional
TRE	Tribunal da Relação de Évora
UCITS	<i>Undertakings for collective investment in transferable securities</i> (organismos de investimento coletivo em valores mobiliários)
UE	União Europeia
UP(s)	Unidade (s) de participação
v.g.	<i>Verbi gratia</i> (por exemplo)
Vd.	<i>Vide</i>
Vol.	Volume
APFIPP	Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios
IPO	<i>Initial public offering</i> (oferta pública inicial)

RESUMO: A presente dissertação versa sobre a análise dos veículos de investimento imobiliário em Portugal, cujo foco incide sobre os organismos de investimento coletivo alternativo imobiliário, as sociedades de investimento e gestão imobiliárias e, ainda, o *equity crowdfunding* imobiliário. Num primeiro momento, são analisados os desafios suscitados por cada um destes veículos e, sob uma visão crítica do direito constituído, desenham-se sugestões de alteração às soluções existentes. Além disso, é feito um exame comparativo destes veículos sob a égide dos modelos de governação, onde são realçados os problemas de *corporate governance* levantados na gestão operacional destes veículos, tal como, mecanismos de controlo, influência dos investidores, mecanismos de saída e, ainda, conflitos de interesses. O objetivo do estudo é concluir pelo veículo que em termos estruturais, funcionais e de governação melhor se adequa às especificidades do investimento imobiliário.

PALAVRAS-CHAVES: governação; investimento imobiliário; organismos de investimento coletivo; sociedades de gestão e investimento imobiliário, *crowdfunding* imobiliário.

ABSTRACT: This dissertation deals with the analysis of real estate investment vehicles in Portugal, with a particular emphasis on alternative real estate collective investment undertakings, real estate investment trusts, and real estate equity crowdfunding. Initially, the challenges posed by each of these vehicles are analysed, and from a critical perspective of established law, suggestions for amendments to existing solutions are outlined. Additionally, a comparative examination of these vehicles is conducted under the remit of governance models, highlighting the issues that corporate governance raises in the operational management of these vehicles, such as control mechanisms, investor influence, exit mechanisms, and conflicts of interest. The objective of the study is to determine which vehicle, in structural, functional, and governance terms, best suits the peculiar features of real estate investment.

KEYWORDS: corporate governance; real estate investment; collective investment undertakings; real estate investment trusts; real estate crowdfunding

PLANO DA OBRA

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	3
RESUMO:.....	5
ABSTRACT:	6
INTRODUÇÃO	9
1. Apresentação do tema.....	9
2. Razão de ordem; indicação da sequência.....	9
CAPÍTULO I - VEÍCULOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	11
3. Enquadramento geral	11
SECÇÃO I – ORGANISMOS DE INVESTIMENTO ALTERNATIVO IMOBILIÁRIO (“OIAS IMOBILIÁRIOS”)...	12
4. Breve noção	12
5. Evolução do tratamento legislativo. Em especial, algumas questões introduzidas pelo RGA	12
6. Composição do património dos OIA Imobiliários: os seus ativos	13
6.1. A integração de ativos com ónus ou encargos: análise da sua (in)elegibilidade	14
7. A frequente exposição a conflitos de interesse	15
SECÇÃO II – SOCIEDADES DE INVESTIMENTO E GESTÃO IMOBILIÁRIA (“SIGI”).....	16
8. Da euforia inicial ao tímido acolhimento: o caso das SIGI em Portugal	16
8.1. Apreciação crítica: as medidas necessárias para impulsionar a atuação das SIGI em Portugal	17
8.2. Breve análise comparativa: composição do património e operações permitidas nos OIA Imobiliários vs. SIGI.....	18
SECÇÃO III – CROWDFUNDING IMOBILIÁRIO	20
9. O <i>crowdfunding</i> imobiliário enquanto veículo de investimento imobiliário.....	20
10. Desafios regulatórios na proteção dos investidores	21
11. Os conflitos de interesse impulsionados pelo <i>crowdfunding</i> imobiliário.....	23
CAPÍTULO II – GOVERNAÇÃO DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	25
SECÇÃO I – MODELO DE GOVERNAÇÃO SUPLETIVO.....	25
12. Modelo de governação dos OIA Imobiliários	25
12.1. A relação fiduciária emergente do “triângulo de investimento”	25
12.2. Os modelos de gestão: entre a autogestão e a heterogestão	27

12.2.1. Prática de atos pelo Conselho de Administração vs. Sociedade Gestora: implicações práticas na gestão das SIC Imobiliárias.....	28
13. O modelo de governação das SIGI	29
14. A governação da sociedade financiada	30
SECÇÃO II – PLASTICIDADE DOS MODELOS DE GOVERNAÇÃO	32
15. A plasticidade dos documentos constitutivos nos OIA Imobiliários	32
15.1. A intervenção dos participantes no desenvolvimento dos projetos de promoção imobiliária e as suas limitações	33
15.2. Casos de influência ampliada dos participantes: o Comité Consultivo.....	34
15.3. Outras formas de controlo da atuação da sociedade gestora.....	35
16. A implementação de comités de investimento nas SIGI.....	37
17. A criação de fóruns de comunicação enquanto forma de mitigação da assimetria informativa no <i>crowdfunding</i> imobiliário.....	37
CAPÍTULO III - ANÁLISE CRÍTICA E COMPARATIVA	39
18. O <i>crowdfunding</i> como o caso mais acentuado de risco do desalinhamento de interesses	39
19. Mecanismos de saída: a maior flexibilidade de desinvestimento nas SIGI.....	41
20. A influência dos participantes nos modelos de governação.....	43
21. Balanço e tomada de posição.....	45
CONCLUSÕES	47
BIBLIOGRAFIA	50
JURISPRUDÊNCIA NACIONAL	59
JURISPRUDÊNCIA ESTRANGEIRA	59
OUTRAS FONTES.....	59

INTRODUÇÃO

1. Apresentação do tema

O mercado imobiliário em Portugal tem-se afirmado como um setor de significativa importância, fruto da sua capacidade de proporcionar um amplo espectro de oportunidades de investimento, as quais podem ser prosseguidas através dos organismos de investimento coletivo, das sociedades de gestão e investimento imobiliário e, ainda, do *crowdfunding* imobiliário.

A presente dissertação procura, num esforço de compreensão integrada sobre o tema, refletir sobre estes veículos de investimento à disposição dos investidores e compreender, no plano jurídico, as suas características diferenciadoras. Sem embargo de um enquadramento legislativo precedente, esta análise será realizada sob a égide dos modelos de governação destes veículos atenta a sua importância para a eficiência empresarial e, principalmente, para a proteção dos investidores.

A necessidade deste estudo decorre da parca literatura nacional publicada até à data, visto que, embora muito se tenha refletido no passado sobre a governação dos fundos de investimento, falta, porém, uma visão de conjunto sobre o sistema. Como tal, a presente dissertação contemplará, por um lado, outros ângulos de análise e, por outro, uma visão mais abrangente dos vários veículos de investimento, num momento em que se espera que o mercado imobiliário continue a dar provas da sua maturidade.

A oportunidade para um tratamento transversal do tema é, pois, sobejamente notória. O estudo visa preencher essa lacuna, oferecendo uma visão detalhada e crítica sobre os mecanismos de *governance* nos veículos de investimento imobiliário, com o objetivo de concluir pelo veículo que em termos estruturais, funcionais e de governação melhor se adequa às especificidades do investimento imobiliário.

2. Razão de ordem; indicação da sequência

No Capítulo I procede-se à apresentação dos vários veículos de investimento imobiliário, evidenciando as suas principais características e analisando criticamente aspetos dos respetivos regimes, sendo sugeridas alterações às soluções existentes. De seguida, no Capítulo II, analisar-se-á criticamente o direito constituído sobre o modelo de governação supletivo dos veículos em estudo. Além disso, sob a égide da plasticidade dos títulos constitutivos destes veículos,

serão também feitas sugestões de mecanismos a adotar pelos mesmos com vista à sua flexibilidade e proteção dos investidores. Por fim, no Capítulo III, é feita uma análise comparativa entre os vários veículos, tendo por base alguns aspetos essenciais do *corporate governance*.

CAPÍTULO I - VEÍCULOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

3. Enquadramento geral

O investimento imobiliário em Portugal comporta várias alternativas, oferecendo aos investidores um leque variado de opções que não só a tradicional aquisição direta de imóveis. De facto, embora esta seja a forma mais tangível de investimento, requer uma capacidade financeira considerável e resulta numa menor diversidade da capacidade de investimentos, seja em diversidade como em escala.

Neste cenário, os veículos de investimento surgem como uma alternativa cada vez mais relevante, especialmente para os investidores qualificados que procuram maximizar o potencial dos seus investimentos. Estes veículos agrupam-se em duas grandes categorias: **(i)** pessoas coletivas e **(ii)** patrimónios de afetação. Enquanto os primeiros abrangem quer as sociedades comerciais (sociedades por quotas e anónimas) quer as sociedades de investimento e gestão imobiliário (“SIGI”), os segundos assumem a forma dos incontornáveis *trusts* anglo-americanos, onde se incluem os OIC¹.

É de notar ainda que o investimento imobiliário por meio destes veículos é potencializado pelos diversos modos de angariação de fundos. De entre as opções destacam-se **(i)** a oferta pública de valores mobiliários, que permite a captação de recursos por meio da emissão de valores mobiliários no mercado aberto; **(ii)** a oferta particular, direcionada a um grupo restrito de investidores qualificados, proporcionando uma captação de aforro mais direcionada e ágil; e, ainda, **(iii)** o *crowdfunding*, uma abordagem inovadora que democratiza o acesso ao investimento imobiliário, permitindo que um grande número de pequenos investidores contribua com quantias mais reduzidas em contrapartida da sua participação no projeto imobiliário.

¹ Para uma caracterização mais aprofundada dos OIC, confira-se, v.g., entre nós, ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário – Regime Jurídico*, Coimbra: Almedina, 1999, 19 e ss., PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, 2018, 875 e ss., PAULO CÂMARA [et al.], *Regime da Gestão de Ativos Anotado*, Coimbra: Almedina, 2024, MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ, *Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, Almedina: Coimbra, 1997, 11 e ss. e ANTÓNIO PEREIRA ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, Coimbra: Almedina, 2022, 247-260, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os fundos de investimento imobiliário*, *Direito das Sociedades em Revista*, 2019, 49-61; noutros ordenamentos jurídicos, vide, FILIPPO CAPPIO /VINCENZO FELLINE / FABRIZIO VEDANA, *I Fondi Immobiliari: Disciplina Civilística e Trattamento Fiscale*, ED. Egea, Milano, 2006; FROMM, ANDREAS, *Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital*, Peter Lang, Frankfurt am Main, 2008.

SECÇÃO I – ORGANISMOS DE INVESTIMENTO ALTERNATIVO IMOBILIÁRIO (“OIAS IMOBILIÁRIOS”)

4. Breve noção

Numa economia globalizada, caracterizada pelo risco e complexidade dos mercados, torna-se imperativo que as decisões de investimento em valores mobiliários sejam informadas e baseadas em conhecimentos profissionais, o que não está ao alcance de qualquer investidor individual². Neste contexto, emergem os OIC – entidades que podem revestir a forma de fundos de investimento ou de sociedades de investimento – onde se incluem os OIA Imobiliários, que têm por finalidade a angariação de capitais obtidos junto de investidores com vista ao investimento em ativos imobiliários (os quais podem incluir, imóveis, liquidez e instrumentos financeiros imobiliários).

5. Evolução do tratamento legislativo. Em especial, algumas questões introduzidas pelo RGA

Em Portugal, a regulamentação dos OIC tem conhecido um progresso significativo desde a sua consagração originária³, impulsionada pela regulação europeia. Ao longo dos últimos anos, as alterações legislativas foram marcadas por uma progressiva consolidação normativa, culminando mais recentemente na entrada em vigor do RGA. Este acervo legislativo, sob a égide da simplificação e promoção do desenvolvimento do mercado de capitais, revogou os diplomas que até então regulavam essas matérias (i.e., o RJOIC e o RJCRESE) e procedeu à unificação das normas relativas à gestão coletiva de ativos.

Nesta sede, importa destacar alguns pontos introduzidos pelo RGA relativamente aos OIA Imobiliários, até então designados por OII. O novo regime tem o mérito de reforçar dois pontos que, no nosso ver, revestem total importância. Por um lado, o legislador sublinhou a importância da avaliação dos ativos imobiliários (cf. artigos 127.º e 128.º do RGA e 34.º a 38.º do RRG), visto que reduziu a periodicidade da avaliação dos imóveis integrantes nos OIA

² A este respeito veja-se, entre nós, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os fundos...*, cit., 49.

³ Para um excuro legislativo detalhado dos OIC, vide, PAULO CÂMARA, *Manual...*, cit., 795-798, PAULO CÂMARA, *Os Organismos de Investimento Coletivo em Portugal*, in *Revista de Direito das Sociedades Comerciais e dos Valores Mobiliários*, Almedina: Coimbra, 2016, 129 e ss., PAULO CÂMARA [et al.], *Regime...*, 30-34 e ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário*, Almedina: Coimbra, 2018, 1294-1301.

Imobiliários abertos para seis meses⁴. Por outro lado, intensificou os deveres de reporte que devem ser cumpridos pelas sociedades gestoras através de uma reorganização sistemática desses deveres⁵. Esta reorganização evidencia o elevado nível de transparência dos OIC, decorrente do ambiente regulatório em que se insere.

Além disso, é de destacar que, com as alterações introduzidas pelo RGA, os OIA imobiliários fechados e de subscrição particular – predominantes no mercado⁶ – passam a estar sujeitos a um a único limite. Assim, o valor dos ativos imobiliários (incluindo imóveis e participações em sociedades imobiliárias) não pode representar menos de dois terços do ativo total, sendo que este limite não se aplica nos 24 meses da duração inicial do OIA imobiliário, facilitando assim a liquidação dos ativos durante este período. Além disso, verificou-se um ajuste positivo no limite de endividamento dos OIA fechados de subscrição pública (de 50% para 33%). Ambas as medidas são relevantes de um ponto de vista operacional porque, por um lado, promovem a dinamização destes veículos através do aumento da sua liquidez e, por outro, potencializam o seu crescimento através da maior flexibilidade do *leverage* permitido.

6. Composição do património dos OIA Imobiliários: os seus ativos

Os OIA Imobiliários, ao contrário do que se verifica com as sociedades anónimas imobiliárias (não reguladas), sujeitam-se a limitações na natureza dos seus ativos, os quais revestem especificidades típicas, ao contrário do que se verifica em relação aos valores mobiliários⁷. De notar que esta limitação ao seu património encontra razão de ser nos objetivos de liquidez que se pretende neste tipo de veículos⁸, com vista à proteção dos participantes.

⁴ Note-se, no entanto que, caso a periodicidade do resgate seja superior a seis meses, a periodicidade da avaliação corresponderá, nesse caso, à do resgate.

⁵ Os deveres de reporte incluem a publicação periódica das carteiras geridas, discriminação dos ativos e passivos, valor das participações sociais, documentos constitutivos, relatórios e contas. A centralização desses deveres no Anexo VI do RRGa facilita a consulta para todos os interessados, resultando numa maior clareza e segurança jurídica. Cf. MARIA CARVALHO MARTINS/DIOGO SAÚDE GUERREIRO, *Deveres de Reporte no RRGa: A Brave New World – Um Admirável mundo novo?*

⁶ De acordo com os dados disponibilizados pela APFIPP, os fundos imobiliários fechados representam em setembro de 2024 uma quota de 65.11% comparada com outras categorias de OIA Imobiliários, comportando um volume sob gestão de 8,666,301,700.99 €.

⁷ Sobre este ponto, PAULO CÂMARA refere que “os ativos imobiliários exibem nítidas características distintivas em relação aos valores mobiliários, em que avultam fixidez espacial, a heterogeneidade e de transação e os elevados preços por unidade, além da sujeição a riscos específicos (v.g., ambientais, físicos e de expropriações)”, in PAULO CÂMARA, *Manual...*, cit., 802.

⁸ Cf. ALEXANDRE VEIGA BEIRÃO, *Fundos...*, cit., 491, referindo que “o centro de distinção do regime dos fundos imobiliários é a composição da sua carteira”.

6.1. A integração de ativos com ónus ou encargos: análise da sua (in)elegibilidade

Neste ponto merece destaque a norma do artigo 226.º do RGA que suscita questões relevantes no que concerne à aquisição de ativos imobiliários onerados, os quais, segundo a letra da lei, não podem integrar o património do OIA Imobiliário.

A questão central reside na determinação do que constitui um "*ónus ou encargo*" que "*difículte excessivamente a alienação*" do ativo. A interpretação mais ponderada parece ser, quanto a nós, a que permite a constituição de garantias reais ou a aquisição de ativos imobiliários onerados, desde que a oneração não dificulte de forma desrazoável a sua venda. Assim, a existência de uma hipoteca ou penhora não constitui, por si só, um impedimento à aquisição, desde que não comprometa significativamente a liquidez do ativo. A prática comum de aquisição de imóveis com financiamento bancário garantido por hipoteca é um exemplo de como a norma tem sido interpretada de forma a permitir esta flexibilidade. É, aliás, o que sucede nos casos em que o valor do imóvel é consideravelmente superior ao da penhora ou garantia, caso em que o OIA liquida junto dos credores o valor hipotecado ou penhorado.

É evidente que a *due diligence* assume muita relevância neste contexto, pois permite identificar qualquer circunstância que possa dificultar a alienação do mesmo, sem comprometer a sua capacidade de liquidação e solvabilidade. Dentro destas situações cumpre realçar situações típicas das vicissitudes de um ativo imobiliário que podem dificultar excessivamente a alienação do ativo, a saber: situações de direito de retenção, exercício de direitos de preferência, risco de caducidade de licenças urbanísticas e risco de expropriação⁹.

Face ao exposto, entendemos que a interpretação deste artigo deve ser feita de forma a equilibrar a proteção dos participantes com a viabilidade operacional dos OIA Imobiliários. A norma não impõe uma proibição absoluta de aquisição de ativos onerados, mas sim uma avaliação casuística da influência dos ónus ou encargos na liquidez do ativo, permitindo assim que os OIA Imobiliários operem de forma eficiente e segura no mercado imobiliário. A norma visa garantir que os OIA Imobiliários mantenham a liquidez e solvabilidade necessárias para cumprir com as obrigações de resgate das unidades de participação (nas situações em que o mesmo é possível), distribuição de rendimentos e reembolso do investimento na sua maturidade.

⁹ PAULO CÂMARA [et al], *Regime...* cit., 844.

7. A frequente exposição a conflitos de interesse

Os OIC estão frequentemente expostos a uma multiplicidade de conflitos de interesses. Destacam-se, por um lado, os conflitos que podem surgir entre a sociedade gestora (e o grupo responsável pela gestão dos fundos) e os titulares das unidades de participação e, por outro, os conflitos horizontais¹⁰ entre os interesses para-societários dos investidores institucionais e o interesse social das sociedades em que investem¹¹.

Em consequência da relação fiduciária existente entre e os participantes e a entidade gestora são-lhe impostas regras especiais relativas à prevenção de conflitos de interesses¹². Na verdade, é cada vez mais recorrente que as entidades gestoras estejam integradas em grupos empresariais com interesses conflituantes com a política de investimentos do OIC. Perante este cenário, o legislador não ficou indiferente aos problemas que os conflitos de interesses podem originar, o que fez com que a gestão destes conflitos bem como a sua mitigação seja um dos temas centrais da AIFMD, de onde decorre a necessidade de as sociedades gestoras estarem adstritas a mecanismos organizacionais eficazes e à adoção de medidas destinadas a identificar, prevenir, gerir e monitorizar os conflitos de interesses.¹³ Nesse sentido, a própria governação das sociedades gestoras – à semelhança do que acontece com os bancos¹⁴ – deve estar preparada para a prevenção de conflitos de interesses sistemáticos, devendo a governação promover a segregação de funções incompatíveis. Desta forma, impõe-se que o órgão de administração esteja segregado de forma a garantir uma separação entre as áreas operacionais e de negócio e as áreas de controlo interno. A importância da prevenção de conflitos de interesse encontra

¹⁰ Sobre a origem deste conflito, cf., USHA RODRIGUES, *Corporate Governance in an age of separation of ownership from ownership*, 95, *Minn. L. Rev.* (2011), 1828 e ss.

¹¹ Para mais desenvolvimento quanto aos conflitos entre os investidores institucionais e as sociedades em que investem, vide, DAVID OLIVEIRA FESTAS, *Das Inibições de Voto dos Sócios por Conflito de Interesses com a Sociedade nas Sociedades Anónimas e por Quotas*, Dissertação de Doutoramento apresentada à Faculdade de Direito, 2015, 385 e TIAGO DOS SANTOS MATIAS, *O olho do dono engorda o cavalo: Algumas questões atuais dos fundos de investimento enquanto investidores institucionais*, em *Acionistas e Governação das Sociedades*, Coimbra: Almedina, 2019, 275 e ss.

¹² A falta de atuação no exclusivo interesse dos participantes e o incumprimento de regras relativas a conflitos de interesse é passível de contraordenação muito grave nos termos dos artigos 397.º-B, n.º 3, al. a) e f) do CVM. Note-se que a CMVM nos últimos anos tem intensificado a sua supervisão nesta matéria, tendo vindo a aplicar várias contraordenações a este respeito, principalmente a intermediários financeiros, por violação dos deveres de atuar de modo a evitar ou a reduzir possíveis conflitos de interesse. A este respeito, vide, Ac. do TC de 2024-06-20 (Processo nº 1302/23).

¹³ Com interesse para este ponto, veja-se ESMA, *Final report – ESMA’s technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive*, ESMA/2011/379, 53–55.

¹⁴ Cf. PAULO CÂMARA, *O Governação dos Bancos*, em III Congresso de Direito Bancário (2018), 455-457.

razão de ser na prática, cada vez mais comum, de as sociedades gestoras gerirem uma pluralidade de OICs.

Por outro lado, note-se que também podem surgir conflitos de interesses entre os participantes e as sociedades participadas. A este respeito, é crucial reter que os OIA Imobiliários também podem deter participações sociais em sociedades de investimentos imobiliários, atuando na qualidade de investidores profissionais. Nesse caso é inequívoco que o seu sentido do seu voto, quando exercido, deva ser o mais favorável ao mercado no qual atuam¹⁵. Neste contexto, aquando do exercício do direito de voto, é frequente que eclodam conflitos de interesses com as sociedades em que participam visto que a sociedade gestora deve ponderar não só o impacto daquela deliberação na sociedade participada, como também na rentabilidade que pode advir para o OIC (enquanto acionista) e, indiretamente, para cada um dos seus participantes, a quem está adstrito o cumprimento de deveres fiduciários¹⁶.

SECÇÃO II – SOCIEDADES DE INVESTIMENTO E GESTÃO IMOBILIÁRIA (“SIGI”)

8. Da euforia inicial ao tímido acolhimento: o caso das SIGI em Portugal

As SIGI, consagradas pelo Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro, são um veículo de investimento imobiliário, cujo propósito é a agregação de capitais para a realização de investimentos imobiliários, com especial enfoque para o mercado de arrendamento.

A implementação deste regime procurou dar resposta aos impulsos de investimento estrangeiro no mercado português, bebendo inspiração dos *Real Estate Investment Trusts* (“REITs”) que figuram nos ordenamentos jurídicos anglo-saxónicos¹⁷ e no espanhol, onde se designam por *Sociedades Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario* (“SOCIMI”). Embora a publicação deste diploma tenha sido muito reivindicada pelo setor imobiliário, atualmente existem apenas três SIGI admitidas à negociação no *Euronext* em Portugal¹⁸, o que

¹⁵ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual...*, cit., 2018, 64.

¹⁶ Reforçando este ponto, vide DAVID OLIVEIRA FESTAS, *Das Inibições (...)*, cit., 2015, 388 e ss.

¹⁷ Os REITs tiveram origem nos EUA na década de 60 do século passado e, desde então, têm sido acolhidos pelos vários ordenamentos jurídicos. Quanto a este ponto, PAULO CÂMARA salienta que “*o regime dos REITs conhece acentuada dissimelhanças entre os Estados que os reconhecem, embora sejam comuns a obrigação de distribuição de uma elevada percentagem de lucros e o dever de proceder à admissão em mercado das participações sociais correspondentes*”, in PAULO CÂMARA, *Manual...*, cit., 927-928.

¹⁸ Segundo a informação disponível no portal do Euronext, em setembro de 2024, encontram-se admitidas à negociação a “*Olimpo Real Estate Portugal – SIGI, S.A.*”, “*Atrium Bire – SIGI, S.A.*” e, mais recentemente, a “*Vila dos Números – SIGI, S.A.*”.

demonstra um tímido acolhimento a este regime. As expectativas que este regime multiplicasse as oportunidades de negócios imobiliários e conferisse vitalidade ao mercado de capitais foram, portanto, frustradas.

8.1. Apreciação crítica: as medidas necessárias para impulsionar a atuação das SIGI em Portugal

Volvidos cinco anos da implementação deste regime em Portugal, o mesmo tem sido alvo de inúmeras críticas.

Em primeiro lugar, apesar do preâmbulo do diploma apontar como um dos objetivos a “*captação de investimento direto estrangeiro*”, a realidade tem demonstrado que o regime está, de certa forma, circunscrito a sociedades portuguesas. Desde logo, uma das características diferenciadoras das SIGI, é o facto de as suas ações serem obrigatoriamente negociadas em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral, exigindo-se uma dispersão de capital (*free float*)¹⁹, o que sujeita as SIGI a obrigações reforçadas de transparência e proteção dos investidores, que dependem de fatores como a forma da subscrição das ações e tipo de plataforma onde negociem. Esta exigência visa promover a liquidez e a concorrência no mercado imobiliário, bem como alinhar o regime das SIGI com o dos REITs internacionais. Contudo, esta exigência tem sido apontada como um obstáculo à entrada de REITs estrangeiros no país, que têm de formar uma SIGI e dispersar o capital em bolsa, o que não acontece, por exemplo, em Espanha. Assim, a criação do passaporte comunitário – forte mecanismo de atração de REITs estrangeiras para investirem em Portugal – é uma das medidas mais ansiadas pelos investidores²⁰. Nesta sequência, revela-se essencial também uma alteração da

¹⁹ Após a alteração introduzida pela Lei n.º 97/2019, de 4 de setembro, a dispersão do capital passou a ser escalonada e flexibilizada, sendo atualmente de 20% a partir do final do terceiro ano e de 25% a partir do quinto ano da admissão ou seleção para a negociação das ações.

²⁰ A Merlin Properties – SOCIMI em Espanha – embora cotada na bolsa portuguesa, já revelou que a criação de uma SIGI está dependente da criação do passaporte comunitário. Note-se que, Portugal, ao contrário de Espanha, onde qualquer sociedade de investimento europeia pode agrupar todos os ativos numa empresa espanhola que automaticamente se torna numa SOCIMI devido ao passaporte comunitário, no mercado português, atualmente, isso ainda não é possível. O artigo 4.º da Ley 11/2009 estipula que “*las acciones de las SOCIMI deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación español o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo, o bien en un mercado regulado de cualquier país o territorio con el que exista efectivo intercambio de información tributaria, de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo.*” (sublinhado nosso).

percentagem máxima de direitos de voto permitida por investidor na caracterização de capital disperso torna o regime muito mais flexível²¹.

Por fim, quanto a nós, uma reforma legislativa passaria necessariamente pelo aumento do limite de endividamento, que atualmente conta com um máximo de 60%, ao passo que, em Espanha, o limite de endividamento começou em 70%, sendo este valor contestado pelo mercado, pelo que atualmente não contam com nenhum limite.

Conclui-se, portanto, que Portugal deveria seguir os exemplos dos mercados europeus de referência²², permitindo que, conforme ambicionado pelo preâmbulo do diploma, as SIGI beneficiem da vasta experiência e das tendências observadas nesses mercados, o que certamente incrementava a confiança dos investidores nesta figura.

8.2. Breve análise comparativa: composição do património e operações permitidas nos OIA Imobiliários vs. SIGI

Importa, nesta sede, refletir sobre as características dos OIA Imobiliários e das SIGI²³, nomeadamente no que diz respeito ao desenvolvimento da atividade que investem: os ativos imobiliários.

Não obstante estas figuras revelarem uma “sobreposição funcional”²⁴, na medida em que há um leque de operações comuns a ambos os veículos, quanto a nós, é de destacar a amplitude de operações permitidas nos OIA Imobiliários, o que resulta evidente de uma análise comparativa dos artigos 225.º do RGA, relativamente aos OIA Imobiliários, e do artigo 7.º do Decreto-Lei n.º 19/2019 para as SIGI²⁵. Pelo menos através de uma interpretação literal²⁶ dos

²¹ Recorde-se que atualmente uma SIGI tem de ter, pelo menos, 11 acionistas com menos de 2% de capital para perfazer um mínimo de 20%.

²² Cf. RAMON SOTELO/ STANLEY MCGREAL, *Real Estate Investment Trusts in Europe: Evolution, Regulation, and Opportunities for Growth*, 2013.

²³ Desta análise, descartamos o *crowdfunding* imobiliário, visto que, conforme referido será explicado *infra*, ainda não dispõe de regulamentação específica, pelo que ainda não existem normas que visam acautelar a composição do património dos ativos que investem.

²⁴ Cf. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os fundos de investimento imobiliário*, DSR, ano 11, vol. 22, (2019), 50.

²⁵ Estes artigos devem ser lidos conjuntamente com as regras relativas à composição dos ativos, i.e., no caso dos OIA Imobiliários, os artigos 19.º a 21 do RRG e, quanto às SIGI, o artigo 8.º do Decreto-Lei n.º 19/2019. Neste sentido, JOÃO OSÓRIO, *Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária – O Problema do Objecto Social*, Coimbra: Almedina, 2022, 58.

²⁶ Sobre tal problemática, *vide*, JOÃO OSÓRIO, *Sociedades...*, *cit.*, 64-67, realçando que “aquele que parecia um objeto limitado pela lei e inderrogável poderá, na verdade, assumir outras atividades que não as previstas na lei” (...) a lei “apenas dispõe aquele que deverá ser o objeto principal, não prevendo nem um limite negativo (uma norma que proíba expressamente algumas atividades), nem prevendo expressamente que apenas aquelas

artigos 7.º deste diploma resulta que o objeto social das SIGI é mais restrito, o que, assim considerando, pode afetar a sua rentabilidade. Pelo contrário, o regime dos OIA Imobiliário proporciona uma maior flexibilidade na gestão dos ativos e na adaptação às condições do mercado visto que o amplo leque de operações permitidas permite uma valorização do OIA Imobiliário com vista à sua rentabilização ou disposição.

Além disso, os OIA Imobiliários apresentam uma maior liberdade de conformação dos documentos constitutivos, o que, a nosso ver, reflete-se, desde logo, na política de dividendos. De facto, as SIGI são “forçadas a uma política generosa de distribuição de dividendos”²⁷ visto que no prazo de nove meses após o encerramento do exercício económico estão obrigadas a distribuir, pelo menos, 90% dos lucros de exercício que resultem do pagamento de dividendos e rendimentos de ações ou de UPs e a reinvestir no prazo de três anos, pelo menos, 75% do produto líquido da alienação de ativos afetos à prossecução do seu objeto social em outros ativos destinados à prossecução de tal objeto²⁸. Pelo contrário, na política de dividendos dos OIA Imobiliários é permitido optar entre mecanismos de distribuição e capitalização, o que permite uma maior autonomia dos interesses dos participantes.

O mesmo verifica-se com a flexibilidade de alavancagem financeira, visto que nos OIA Imobiliários fechados de subscrição particular, não existem limites ao endividamento (podendo, no entanto, os documentos constitutivos estipularem *thresholds* ao endividamento), ao passo que as SIGI, conforme supramencionado, estão sujeitas a um limite de 60% de endividamento. Tal não nos parece razoável, quer pela experiência no mercado de REITs dos países vizinhos quer pelo facto de o *leverage* fazer parte da progressão de qualquer sociedade que tenham em vista o crescimento.

Por fim, os ativos imobiliários integrantes do património das SIGI apenas são avaliados com uma periodicidade de sete anos. A propósito deste tema, convém notar que a disciplina

atividades enumeradas podem constituir o objeto da sociedade”. Conclui, pois, o Autor que “*socorrendo-nos da análise conjunta dos artigos 7.º e 8.º do Decreto-Lei 19/2019 aparenta haver a possibilidade de realização de atos ou atividades diferentes daqueles que a lei define como objeto principal, embora, à primeira vista, este possa parecer o objeto exclusivo*”. Não obstante este raciocínio, que concordamos, entendemos que mesmo assim, quando comparado com os OIA Imobiliários – situação que não é comparada pelo Autor – as SIGI revelam uma maior restrição do seu objeto, o que é reforçado com a introdução, com o RGA, da possibilidade de os OIA Imobiliários abertos poderem desenvolver projetos de construção e de reabilitação de imóveis, o que no RGOIC estava era apenas permitido para os OII fechados. Sobre este tema, confira-se, PAULO CÂMARA [et al], *Regime...*, cit., 840-841.

²⁷ Cf. PAULO CÂMARA [et al], *O Novo Direito dos Valores Mobiliários II, As Sociedades de Investimento Mobiliário para Fomento da Economia (SIMFE)*, Coimbra: Almedina, 2019, 135.

²⁸ Cf. Artigo 10.º, números 1 e 2 do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

relativa à avaliação do património é central para acautelar a proteção dos participantes, a transparência e regular funcionamento do mercado e a adequada gestão dos veículos de investimento. Assim, é, quanto a nós, incompreensível o hiato temporal estabelecido no regime jurídico das SIGI para a avaliação dos seus ativos.

SECÇÃO III – CROWDFUNDING IMOBILIÁRIO

9. O *crowdfunding* imobiliário enquanto veículo de investimento imobiliário

Nos últimos anos, o panorama do financiamento no mercado imobiliário tem assistido a uma mudança substancial no que tange às fontes de financiamento. Embora os empréstimos bancários continuem a ser a principal fonte de financiamento, a verdade é que a crise financeira global de 2008 levou à implementação de rigorosas medidas regulatórias que restringiram a exposição dos bancos ao setor imobiliário²⁹. Tal fez com que o setor imobiliário explorasse fontes de financiamento mais diversificadas e menos dependentes de dívida, entre os quais o *crowdfunding*³⁰ imobiliário. No entanto, em Portugal, tem-se verificado alguma resistência quanto a este meio de investimento/financiamento. Apesar de já terem sido feitas diversas tentativas de arranque de plataformas de *crowdfunding* imobiliário, nenhuma alcançou a dimensão que se tem observado em outros países da Europa.

Desde os seus primórdios como uma ferramenta para projetos criativos e causas solidárias, o *crowdfunding* evoluiu para incluir formas mais sofisticadas de investimento, como o *equity crowdfunding*. Não obstante as múltiplas formas de *crowdfunding*, no presente estudo focar-nos-emos no *equity crowdfunding* visto que é a modalidade que tem relevo para o objeto de estudo. Através desta modalidade os investidores garantem uma participação social na sociedade que detém os ativos imobiliários e, como tal, o direito a auferir os respetivos

²⁹ Cf. AGARWAL, S./GENAY, H./MCMENAMIN, R., *Why aren't banks lending more? The role of commercial real estate*, Chicago: The Federal Reserve Bank, Baldwin, A, 2017.

³⁰ Para mais desenvolvimentos sobre a disciplina jurídica do *crowdfunding*, veja-se, entre nós, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual...*, cit., 265-267, ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina (2018), 380-383, FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: regime jurídico do financiamento colaborativo*, Coimbra: Almedina (2017), DIOGO PEREIRA DUARTE, “O Regulamento Europeu de *Crowdfunding* : risco de intermediação e conflitos de interesses”, *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisbon Law Review*, Vol. 63, n.º 1-2 (2022), 271-295, MARGARIDA PACHECO DE AMORIM/JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, “O regime nacional de *crowdfunding*: que *crowdfunding*?”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, 1ª Ed., Coimbra: Almedina (2021), 623-638, JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Regulação de formas de financiamento empresarial FinTech: em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offerings*, Coimbra: Almedina (2022).

dividendos da exploração dos imóveis e potenciais ganhos de capital através da venda dos ativos³¹. Neste caso, um promotor ou uma empresa de construção utiliza o seu próprio portal da Internet para apresentar ao mercado o seu projeto imobiliário, criando *ex ante* uma SPV para a gestão do projeto, à qual incorporará, através de um aumento de capital, os investidores interessados que aderem ao projeto através do sítio *web*, ou formaliza *ex post* um contrato de sociedade com os investidores interessados, criando então a SPV que irá gerir o projeto. Em ambos os casos, esta modalidade tem a particularidade de tornar o investidor sócio³² da sociedade financiada.

10. Desafios regulatórios na proteção dos investidores

As sociedades financiadas através do *equity crowdfunding* são compostas por uma pluralidade de investidores (na sua maioria não profissionais) geograficamente dispersos, marcando assim um contexto de assimetria informativa – típica no contexto do mercado de capitais – que intensifica a necessidade de proteção dos mesmos, nomeadamente no tange às exigências de divulgação de informação. Existem vozes na literatura a favor de um reforço das exigências de informação, em prol do fortalecimento da proteção do investidor³³, *v.g.*, através do cumprimento de deveres de informação periódica³⁴ e de transparência das entidades emitentes, que devem esclarecer os investidores.

Na nossa ótica, a regulação do *crowdfunding* no sector imobiliário deve ser regulada de forma específica, merecendo a atenção quer do legislador nacional quer das entidades de supervisão. A CMVM tem um papel importante nesta matéria, não só na regulação da atividade das plataformas de *crowdfunding* imobiliário como também na sobredita redução da assimetria

³¹ O *equity crowdfunding* permite uma democratização do acesso ao mercado de capitais, viabilizando que os pequenos investidores escapem aos elevados custos associados às ofertas públicas tradicionais, para além de permitir uma maior dispersão do risco entre os investidores.

³² Cf. TERESA ASUNCIÓN JIMÉNEZ PARÍS, *El crowdfunding inmobiliario en España: cuestiones resueltas y no resueltas por la ley de fomento de financiación empresarial, Aspectos legales de la financiación en masa o Crowdfunding* / directora Matilde Cuenca Casas, 1.ª Ed., Valencia: Tirant lo Blanch, 2020, 542.

³³ Cf. MICHAEL B. DORFF, *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, 2013, 12-17.

³⁴ A prestação de informações no momento que antecede o investimento é crucial para proteger os investidores e dotá-los de todas as condições de efetuarem um investimento esclarecido (nomeadamente, informações detalhadas sobre os beneficiários, incluindo a descrição do negócio e a situação financeira). Enquadra-se aqui a divulgação dos estatutos da sociedade, de potenciais direitos especiais dos fundadores, da estrutura acionista e dos órgãos sociais, identificação e apresentação de currículos da gestão e administração e, ainda, a menção a transações anteriores envolvendo partes relacionadas, e a existência de acordos parassociais. É evidente que após o investimento, as sociedades devem continuar a fornecer relatórios anuais e outras informações relevantes para manter a transparência.

de informação, na verificação da veracidade e legalidade da informação prestada pelas sociedades de *crowdfunding* sobre os projetos imobiliários. Considerando que se trata de uma área ainda relativamente inexplorada do ponto de vista regulamentar em Portugal, é inegável que a proteção dos investidores deve ser uma das principais prioridades tanto do legislador como das autoridades de supervisão, sendo crucial garantir que os pequenos investidores estejam devidamente informados³⁵ e protegidos contra os riscos inerentes ao investimento imobiliário.

Ao exposto acresce que o quadro legal português para o *crowdfunding* em geral não é favorável ao *crowdfunding* imobiliário devido aos limites do investimento. As transações imobiliárias geralmente requerem níveis mais elevados de capital de investimento, o que, a nosso ver, exige uma adaptação por parte do legislador nacional. Esta revisão legislativa poderia incluir a possibilidade de escalonar as ofertas, similar ao modelo americano, ajustando os limites de captação de recursos de acordo com as necessidades específicas dos projetos imobiliários. Além disso, uma adaptação do quadro legal poderia fomentar o crescimento deste tipo de investimento no nosso país, promovendo um ambiente mais propício para o desenvolvimento do mercado imobiliário, simultaneamente, permitindo uma maior diversificação e democratização do acesso ao mercado de capitais³⁶. Com a entrada em vigor do regulamento europeu do *crowdfunding* esperou-se um exponencial crescimento destas plataformas em Portugal, o que não se verificou.

³⁵ A este respeito, um aspeto crucial relacionado com o *crowdfunding* imobiliário é o risco geográfico, que surge especialmente quando os projetos imobiliários financiados estão localizados fora do território nacional do investidor. A globalização e a digitalização das plataformas de financiamento participativo permitem que investidores de um país financiem projetos imobiliários situados em qualquer parte do mundo. No entanto, esta oportunidade vem acompanhada de desafios significativos. Desde logo, a legislação aplicável à constituição de garantias hipotecárias e à inscrição do imóvel na conservatória do registo predial onde o país está localizado pode diferir significativamente em termos de efeitos jurídicos e proteção oferecida ao adquirente.

³⁶ Em todo o caso, não podemos deixar de reconhecer que, comparativamente com os veículos em estudo, o *crowdfunding* confere a possibilidade de investir em imóveis específicos ou projetos imobiliários escolhidos pelo investidor, a quem é conferido autonomia nas suas decisões de investimento. A este respeito, *vide*, ESTHER HERNÁNDEZ SAINZ, “*El crowdfunding inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿legal o prohibida?*”, *Revista de Estudios Europeos*, Ed. Universidad de Valladolid, N.º 70, 2017, 2.

11. Os conflitos de interesse impulsionados pelo *crowdfunding* imobiliário

No *crowdfunding* existem múltiplos conflitos de interesses entre as partes envolvidas, os quais podem assentar em três vértices: conflitos entre a plataforma e o investidor, entre o investidor e o promotor e entre os investidores entre si.

Em primeiro lugar, cumpre sublinhar os conflitos entre as plataformas e os promotores dos projetos. O risco destes conflitos é acentuado quando existam vínculos estreitos entre a plataforma e o promotor do projeto imobiliário, o que pode comprometer a neutralidade e a transparência da plataforma.

A lei portuguesa, bem como o Regulamento (UE) n.º 2020/1503, cientes deste risco, impõem algumas restrições para o mitigar. Em concreto, é exigido que as plataformas disponham de mecanismos de governação que garantam uma gestão eficaz e prudente, estabelecendo para o efeito que o órgão de gestão de cada prestador de serviços de financiamento colaborativo estabeleça políticas e procedimentos adequados que garantam uma gestão eficaz e prudente, incluindo a prevenção de conflitos de interesses, de modo a promover a integridade do mercado e os interesses dos seus clientes. De facto, as plataformas geralmente são remuneradas com *success fees* relacionados com a captação de fundos, o que pode incentivá-las a minimizar os riscos associados aos projetos para atrair mais investidores bem como a promover determinados projetos em detrimento de outros (o que geralmente ocorre quando as plataformas recebem retribuições por alcançar determinadas metas de financiamento ou por serviços de publicidade³⁷). Ademais, esse modelo de remuneração pode levar as plataformas a promoverem projetos que não são necessariamente os mais viáveis ou seguros, mas que têm maior potencial de captar recursos de forma mais célere³⁸. Esse alinhamento de interesses pode levar a uma promoção desproporcional de determinados projetos, prejudicando a imparcialidade e a qualidade da informação fornecida aos investidores.

A par destes problemas, destaca-se a possibilidade de as plataformas (ou pessoas a ela vinculadas) serem titulares de participações em sociedades responsáveis pela construção ou pela reabilitação dos imóveis. Esta situação pode resultar numa apropriação indevida das mais valias geradas pela construção ou reabilitação, em detrimento dos investidores. A neutralidade

³⁷ JOSÉ ALEMÁN, *Análisis de los conflictos de interés en la financiación participativa: alertas y propuestas en un nuevo escenario de interacción financiera*, Revista de Derecho del Sistema Financiero 1, 2021, 258.

³⁸ Para mitigar esse risco, é essencial que as plataformas adotem práticas de transparência e divulguem informações detalhadas sobre os projetos, incluindo os riscos envolvidos e as estatísticas de sucesso e fracasso de projetos anteriores.

da plataforma ficaria, assim, comprometida, colocando em risco a integridade do processo de financiamento participativo.

Paralelamente, podem também conflitos de interesses entre os investidores (*maxime*, entre minoritários e majoritários). Por fim, por outro lado, na relação entre os promotores dos projetos e os investidores, podem surgir desalinhamento de interesses visto que os promotores, (responsáveis pela criação e gestão dos projetos), podem ter incentivos para apresentar informações excessivamente otimistas ou incompletas sobre o potencial de sucesso de seus empreendimentos, o que pode levar a que os investidores tomem decisões baseadas em informações inadequadas.

CAPÍTULO II – GOVERNAÇÃO DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

SECÇÃO I – MODELO DE GOVERNAÇÃO SUPLETIVO

Considerando que o governação societário assenta na forma pela qual “*as empresas são dirigidas e controladas*”³⁹, o que tem em vista mitigar os problemas decorrentes entre a separação entre a titularidade acionista e o controlo societário⁴⁰, importa, nesta sede, analisar o direito constituído dos modelos de governação dos veículos de investimento imobiliário, analisando o modelo de base que resulta da aplicação das normas legais e da prática corrente que evidencia a forma como estes veículos são *dirigidos e controlados*.

12. Modelo de governação dos OIA Imobiliários

12.1. A relação fiduciária emergente do “triângulo de investimento”

Em virtude da segregação legalmente imposta entre o investimento e a gestão que caracteriza a governação dos OIC, a relação entre a sociedade gestora e os participantes – que entre nós tem sido reconduzida à figura do mandato⁴¹ – é orientada pelo cumprimento de deveres

³⁹ Esta expressão resulta do Relatório Cadbury (1992) que surgiu na sequência de alguns casos mediáticos de algumas empresas britânicas, tais como Maxwell, BCCI e Mirror Grup.

⁴⁰ Nas palavras de BERLE E MEANS, “*separation of ownership and control has become effective – a large body of security holders has been created who exercise virtually no control over the wealth they or they predecessor interest have contributed to the enterprise*”. Cf. ADOLPH BERLE / GARDINER MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New Jersey, 1991, 6-7 *apud* PAULO CÂMARA [et al], *Acionistas e Governação das Sociedades*, Coleção Governance Lab, Coimbra: Almedina, 2019, 15. Para mais desenvolvimentos sobre esta obra clássica, *vide*, entre nós, PAULO CÂMARA, *Manual...*, 595-596, JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto ...*, cit., 69 e ss., e PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance*, Coimbra: Almedina, 2019, 405 e ss. Note-se que o paradigma relatado BERLE e MEANS retratava um contexto de uma significativa dispersão acionista, resultante na separação entre a titularidade acionista e o controlo, paradigma este que esteve durante anos na base do sistema do *corporate governance*, mas que viu a sua importância reduzida com a intensa intervenção dos investidores institucionais, negando o denominado problema de agência (i.e., a ideia segundo a qual há uma separação da propriedade e do controlo).

⁴¹ A doutrina não tem sido unânime na qualificação da natureza jurídica do vínculo de gestão da sociedade gestora. Entre nós, PAIS VASCONCELOS, CATARINA ROMÃO PINHO, PEDRO SIMÕES COELHO/ORLANDO VOGLER GUINÉ entendem que se trata de um contrato de mandato nos termos do artigo 1157.º do CC, em que cada um dos participantes confere à entidade gestora os poderes representativos, sendo estes necessários para cumprir o contrato de investimento coletivo mediante a realização com autonomia e independência dos atos de administração. Em sentido oposto, MARIA VAZ TOMÉ, qualifica a relação entre o fundo e a sociedade gestora como um contrato de administração. Para mais desenvolvimentos, cf. CATARINA ROMÃO PINHO, *Os fundos de investimento mobiliário no Direito Português: natureza jurídica e exercício do direito de voto pela entidade*

fiduciários⁴². Como tal, a atividade da sociedade gestora deve ser desenvolvida no interesse exclusivo dos participantes, sendo esta a bitola de valoração da sua conduta devida.

Esta relação fiduciária reflete-se na estrutura da atividade de investimento, a qual a doutrina estrangeira tem denominado de "triângulo de investimento"⁴³. Este modelo estrutural descreve a dinâmica entre os principais *players*⁴⁴ no universo dos fundos de investimento, a saber: (i) participantes, que investem o seu capital na expectativa de retorno sobre o seu investimento, (ii) a sociedade gestora, responsável por tomar decisões estratégicas e operacionais com o objetivo

gestora, RDS, IV, 1, Almedina, 2012, 129, MARIA VAZ TOMÉ, *Aspetos Financeiros e Cíveis dos Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Coimbra Editora, 1999, 42 e ss, PEDRO SIMÕES COELHO/ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Substituição de Entidade Gestora de Fundos de Investimento Alternativos*, Estudos de advocacia em Homenagem a Vasco Vieira de Almeida, (Coord. de PAULO OLAVO CUNHA), 1ª Ed., Coimbra:Almedina, (2017), 116-121, PAIS DE VASCONCELOS, *O Mandato Bancário*, Estudos em Homenagem aos Professor Doutor Inocêncio Galvão Teles, Vol. II, (2002).

⁴² Sobre o dever fiduciário que impende sobre as sociedades gestoras, vide, PATRICK JAHNKE, *Asset Manager Stewardship and the Tension Between Fiduciary Ducto and Social License*, 2019, que afirma que "(...) *fiduciary duty prescribes that the asset manager shall act in the sole interest of the beneficial owner and disregard their own self-interest*". Por seu turno, ELISABETH WEGMAN, refere, a propósito do interesse de agir por conta dos participantes, que "*the duty to act in the interest of investors stems from the general obligation under the duty of loyalty to exercise good faith. The term 'good faith' is often used in the context of fiduciary duties to describe the requirement of a fiduciary to act in the interest of the beneficiaries as to all matters connected with the fiduciary relationship (...) his rule can be referred to as the 'best interest rule' or 'best interest standard', i.e., the duty to ensure that principals' best interest are served when executing orders. The best interest rule enables an agent to undertake transactions in which he has a (potential) conflict of interest as long as the transaction was also undertaken in the best interest of the beneficiary. For example, an external manager agent of a fund is permitted to switch some or all of the fund's assets which may give him some benefit (such as a commission), but may also benefit the fund in terms of asset diversification or return expectations*", in *Investor protection: Towards additional EU regulation of investment funds? Scholarly Publications Leiden University*, 2016, 248. Em Portugal, HUGO MOREDO SANTOS sublinha que "*a relação entre os participantes num fundo de investimento e a respetiva entidade gestora deverá ser uma relação de confiança em tudo idêntica àquela que existe sempre que se verifica uma cisão entre a propriedade e a gestão – relação de agência*", em PAULO CÂMARA [et al.], *Um governação para os fundos de investimento*, O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance, Almedina: Coimbra, 2011, 381.

⁴³ A origem deste modelo remonta à Holanda do século XVIII, refletindo a longa história de práticas de investimento e a evolução da gestão de fundos. A expressão portuguesa "triângulo de investimento" representa a expressão germânica "Das Anlagedreieck", utilizado no contexto de finanças e investimentos, que ilustra os três principais critérios a serem considerados ao investir: segurança, rentabilidade e liquidez. Cf., STEFAN FRANZ LÖHR AUS WÜRZBURG, *Betrügerisches Verhalten bei geschlossenen Fonds – Eine Analyse aus ökonomischer und rechtlicher Perspektive*, Dissertação de Doutoramento apresentada à Faculdade de Economia de *Technischen Universität Chemnitz*, 2018, 441-443 e NILS SEEGBARTH, *Haftung der Depotbank im Investment-Dreieck*, Peter Lang: Frankfurt am Main, 2004.

⁴⁴ O UCITS e a AIFMD adicionaram um interveniente ao "triângulo de investimento" – denominados *general partners* – com funções de fiscalização relativamente às funções desempenhadas pela sociedade gestora, dando origem ao "quadrado de investimento", que não tem aplicação no regime português. A salientar este ponto, cf. TIAGO SANTOS MATIAS, *Fundos de investimento: o seu governo e os seus desafios tecnológicos futuros, em especial, o DLT*, RDFMC, 2021, 695.

de valorizar o capital investido, e, por último, o (iii) depositário, a quem compete a custódia dos ativos, a intermediação financeira para as transações de entrada e saída de capital e a função executiva das decisões tomadas pela sociedade gestora.

Este sistema de *checks and balances* é essencial para a proteção dos investidores. No entanto, para garantir que os interesses dos participantes não sejam secundarizados neste triângulo, é essencial estabelecer diretrizes que assegurem que a entidade gestora segue escrupulosamente o seu compromisso de gestão profissional e diligente dos fundos que lhe são confiados sob o isento e atento escrutínio do depositário⁴⁵. Ademais, como veremos *infra*, é crucial definir mecanismos de controlo que assegurem os interesses e a proteção dos investidores.

12.2. Os modelos de gestão: entre a autogestão e a heterogestão

A gestão das sociedades de investimento coletivo (“adiante “SIC”) pode ser realizada pela sociedade (autogeridas) ou por sociedade gestora externa (heterogeridas). As heterogeridas designam uma entidade externa para o exercício da sua gestão, confiando fiduciariamente a administração e atuação no tráfico jurídico-negocial a uma entidade, especializada na gestão dos OIC. Por outro lado, a gestão das SIC autogeridas é levada a cabo pelo seu órgão de administração, assemelhando-se às sociedades comerciais anónimas⁴⁶.

Contrariamente ao que se sucede nos fundos de investimento em que, fruto da ausência de personalidade jurídica, há uma necessária separação entre a gestão e o investimento, nas SIC essa separação não é exigida, visto que os acionistas podem ser simultaneamente investidores por via da detenção de ações e gestores dos ativos da SIC, exercendo funções nos órgãos de gestão e fiscalização da mesma, o que, como veremos *infra*, coloca diversos problemas práticos. Para a compreensão destes problemas com maior acuidade, é importante não esquecer que, em situações de heterogestão, as SIC não deixam de ter órgãos de administração próprios pelo que ao órgão de administração e ao órgão de fiscalização somam-se os órgãos de administração e fiscalização das próprias entidades gestoras.

⁴⁵ Destacando este ponto, cf. HUGO MOREDO SANTOS, *Um governo..., cit.*, 380.

⁴⁶ Em Portugal, tem se verificado pouca adesão às SIC autogeridas, o que se explica pelos requisitos constitutivos mais exigentes, o que se justifica pela maior tutela dos investidores e do mercado que é mais acentuada nos casos de gestão profissionalizada. Ademais, as SIC autogeridas são intermediárias financeiros nos termos do CVM.

Os problemas da heterogestão acentuam-se na situação (frequente) de conversão das sociedades anónimas previamente existentes em SIC⁴⁷. Neste caso, os acionistas (principalmente os maioritários) são confrontados com uma transferência efetiva da gestão para a sociedade gestora a quem compete legal e regulamentarmente o poder de gerir os ativos da SIC. Consequentemente, os acionistas perdem o poder efetivo da condução da sociedade no que diz respeito à gestão operacional e de responsabilidade pelas decisões de investimento e desinvestimento em relação aos ativos da sociedade.

12.2.1. Prática de atos pelo Conselho de Administração vs. Sociedade Gestora: implicações práticas na gestão das SIC Imobiliárias

Do exposto decorre que um dos problemas levantados pela heterogestão das SIC é a delimitação exata das competências da sociedade gestora e do órgão de administração da sociedade (adiante, “CA”). Se, por um lado, a sociedade gestora deve respeitar a política de investimento pré-definida pelo CA da SIC, por outro, este não se pode pronunciar sobre as decisões concretas de investimento, nem aprovar recomendações nesse âmbito, excetuando-se os casos em que está em causa uma modificação substancial da política de investimento.

Na verdade, o CA tem um papel reduzido, limitando-se a escolher o depositário e o auditor, a definir a política de gestão e a supervisionar a atuação da sociedade gestora. Em concreto, os acionistas apenas podem participar nas assembleias de acionistas e, se for o caso, em comités consultivos, que, como veremos, não têm qualquer poder vinculativo. Tal implica que os acionistas fiquem dependentes da sociedade gestora para a gestão do seu património, sem poderem influenciar as decisões estratégicas ou operacionais.

A sociedade gestora, por sua vez, tem um papel preponderante⁴⁸, exercendo todos os poderes de administração, gestão e representação da SIC, incluindo a realização de todas as

⁴⁷ De acordo com os dados disponibilizados no portal institucional da CMVM, em agosto de 2024, existiam em Portugal 131 SIC, quase todas imobiliárias fechadas e heterogeridas. Ademais, na sua maioria eram resultantes da conversão em SIC de sociedades anónimas imobiliárias. Em regra, a conversão visa, a médio e longo prazo, aumentar o valor do capital investido em ativos imobiliários, e desta forma procurar condições que valorizem o valor das ações dos acionistas.

⁴⁸ O órgão de administração da SIC deve assumir uma função de orientação geral, papel onde ANA VIEIRA vislumbra pontos de contacto com as funções desempenhadas pelo conselho geral e de supervisão das sociedades comerciais anónimas que adotam o modelo de administração continental ou dualista nos termos do artigo 278.º, n.º 1, al. c) do CSC. Cf. ANA ISABEL VIEIRA, *Organismo de investimento coletivo sob a forma societária – Um novo tipo societário?*, RDS, Vol. VIII, 2016, 407.

operações necessárias à execução da política de investimentos, como a aquisição e alienação de ativos⁴⁹.

13. O modelo de governação das SIGI

O modelo de governação das SIGI é regulado pelas normas previstas no CSC e, nos casos em que são admitidas à negociação em mercado regulamentado, devem também seguir, numa base de *comply or explain*⁵⁰, as normas previstas no Código de Governação das Sociedades do IPCG.

É de notar, no entanto, que o regime das SIGI estabelece uma norma especial relativa ao modelo de governação das SIGI, visto que é obrigatório que as mesmas adotem o modelo de fiscalização reforçado, plasmado no artigo 413.º, n.º 1, alínea b) do CSC. Assim, a fiscalização destas sociedades – à semelhança do que se sucede obrigatoriamente para as “grandes sociedades anónimas” – compete a um conselho fiscal e a um revisor oficial de contas ou uma sociedade de revisores oficiais de contas que não seja membro daquele órgão. Este modelo assenta num contraste entre uma fiscalização política e estratégica baseada na conjuntura e à oportunidade dos investimentos e, por outro lado, numa fiscalização técnico-contabilística, de natureza mais matemática. Quanto a nós, a opção do legislador – ou pelo menos a forma como a norma pode ser interpretada literalmente – suscita alguma perplexidade⁵¹, na medida em que o modelo de fiscalização em causa é uma modalidade mais reforçada do modelo de governação clássico (cf. artigo 278.º, al. a), CSC), o que pressupõe que a SIGI tenha adotado esse modelo⁵².

Assumimos, pois, que a escolha assentou em razões de confiança e dinamização dos investidores e, desta forma, do mercado. Olvidou, no entanto, o legislador que esta exigência

⁴⁹ No entanto, a nosso ver, é de admitir a possibilidade de o CA, através de uma gestão de negócios, praticar atos de gestão em substituição da sociedade gestora, em caso de omissão ou incumprimento desta, estando dependente de uma ratificação por parte da sociedade gestora.

⁵⁰ Sobre a lógica do *comply or explain*, reenvia-se para ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual ...*, 13-15.

⁵¹ Na esteira de FRANCISCO SOARES MACHADO, “Os modelos de governo das SIGI”, *Governance Lab*, 2019.

⁵² Em regra, as sociedades anónimas em geral optam pelo modelo tradicional, sobretudo devido à sua simplicidade, ao qual não é estranho o facto de o tecido empresarial português ser em grande medida composto de pequenas e médias empresas. Porém, no que toca a empresas do “PSI 20”, temos uma maior diversidade de modelos adotados. Para um maior desenvolvimento sobre os modelos de governação e as diferenças entre si, *vide*, entre nós, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª Ed, Coimbra:Almedina, 2022, 795-802, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual ...*, 306 e ss. JORGE COUTINHO DE ABREU [*et al.*], *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. VI, 2ª Ed., 2019, 514 e ss. e PEDRO CAETANO NUNES, Os modelos de governação das sociedades anónimas – Os poderes-deveres dos *non-executive directors*, *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra:Almedina 2016, 51-77.

representa um encargo permanente nas sociedades, quer pelos custos intrínsecos quer, sobretudo, pelo peso burocrático que acarretam. É evidente que a adoção deste modelo já seria obrigatória para as SIGI emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, mas, quanto às restantes, a norma deve ser interpretada, na nossa ótica, de forma flexível pelo que estas devem poder optar pelos restantes modelos (anglo-americano ou dualista germânico). Portanto, o que o legislador quis enfatizar foi que, caso as SIGI sigam o modelo de governação tradicional, devem, independentemente de cumprirem os requisitos que levam à sua obrigatoriedade, adotar o modelo de fiscalização reforçado. Cremos que esta seja a interpretação mais adequada, consentânea com os modelos de referência no mercado em que se inspirou⁵³, atenta à lógica do sistema jus-societário, sob pena de as SIGI verem coartada a sua opção de escolha.

Face ao exposto, entendemos que as SIGI devem adotar o modelo de governação que melhor se ajuste às suas necessidades, o que certamente dependerá da respetiva estrutura acionista e da dispersão do seu capital. Esta flexibilidade é, como temos vindo a sublinhar, crucial para o sucesso desta figura no nosso ordenamento jurídico.

14. A governação da sociedade financiada

A governação das sociedades financiadas através do *equity crowdfunding* coloca questões novas devido à estrutura peculiar deste tipo de veículos. Essas sociedades são frequentemente *startups* desprovidas de regras básicas de *corporate governance*⁵⁴ e caracterizam-se por uma significativa dispersão de capital entre os investidores, o que acarreta desafios inerentes à coordenação e ao alinhamento de interesses. Neste ponto, exploraremos algumas dessas especificidades da governação societária, sublinhando a necessidade de equilíbrio entre a proteção dos investidores com a eficiência operacional das sociedades financiadas, nomeadamente do ponto de vista do investimento imobiliário.

Em primeiro lugar, cumpre não perder de vista que os riscos inerentes ao *equity crowdfunding* anteriormente identificados não se dissipam após a fase inicial do investimento (a denominada “fase de campanha”); pelo contrário, persistem na fase pós-investimento. É

⁵³ Note-se que tal imposição não é acolhida na lei espanhola, que embora estipule que as SOCIMI seguem o disposto na *Ley de Sociedades Anónimas e a Ley del Mercado de Valores*, com as especificidades previstas na Lei 11/2009, não inclui nenhuma norma especial referente à governação das sociedades, aplicando-se, portanto, o previsto no primeiro diploma.

⁵⁴ PAULO BANDEIRA, “Governance em startups: Equilíbrios societários entre fundadores e investidores”, *Acionistas e Administração de Sociedades* (2019), Coimbra: Almedina, 233.

precisamente neste período que os problemas de agência na governação da sociedade financiada ganham relevo, encontrando a sua razão de ser na multiplicidade de investidores que aportam quantias reduzidas⁵⁵ e com objetivos de retorno que, em regra, são divergentes dos interesses dos fundadores, o que intensifica a constante necessidade de atualização informativa⁵⁶ sobre o desenvolvimento do projeto imobiliário e das situações que podem impactar na rendibilidade da sociedade.

Os investidores podem considerar a possibilidade de recorrer a ações preferenciais sem direito de voto, o que se justificaria pelo interesse puramente económico no desempenho da sociedade, visto que este tipo de investidores não procuram influenciar a sua gestão através do voto ou controlá-la, o que, dado o montante do seu investimento, seria contraproducente⁵⁷. No entanto, e apesar das ações preferenciais sem direito de voto⁵⁸, apresentarem-se como uma solução estratégica à dispersão do capital social, não nos podemos esquecer que, na prática, e face à reduzida liquidez das sociedades financiadas, é complicado garantir aos investidores um direito preferencial nos lucros obtidos, sendo que há o risco de o mesmo ser reduzido (pelo menos numa fase incipiente) ou até mesmo inexistente. Ademais, outra alternativa que se revela muito comum e eficaz é a celebração de um acordo parassocial que regule o direito de voto nas decisões de gestão da sociedade⁵⁹.

É igualmente importante reconhecer que a robustez de um modelo de governação está estreitamente ligada ao modo de administração e gestão da sociedade, os quais podem assumir diferentes contornos. A necessidade de controlo por parte da administração torna-se mais evidente com a dispersão acionista, uma vez que os pequenos investidores não possuem incentivos para monitorizar a gestão da sociedade. Em contrapartida, a presença de acionistas de maior dimensão permite que a administração se concentre mais na sua função estratégica de

⁵⁵ No *crowdfunding imobiliário*, há plataformas que oferecem quantias mínimas de investimento a partir de 500 euros, o que torna estes investimentos atrativos, mas o mesmo tempo não garante uma posição de controlo na sociedade financiada.

⁵⁶ Reforçando este ponto, cf. INÊS DIAS LOPES, *Equity crowdfunding*. A governação da sociedade financiada, DSR (2018), 758.

⁵⁷ Esta solução é avançada também por ROYO-VILLANOVA com base no direito societário espanhol. Para mais desenvolvimentos, cf. SEGISMUNDO ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, *Crowdfunding de inversiones (equity crowdfunding)*, in *Aspectos legales de la financiación en masa o Crowdfunding* / directora Matilde Cuenca Casas, 1.º Ed., Valencia: Tirant lo Blanch (2020), 350.

⁵⁸ Cf. Artigo 341.º a 344.º do CSC

⁵⁹ A celebração de acordos parassociais celebrado entre os fundadores é uma dos mecanismos mais defendidos pela literatura espanhola. Nesse sentido, *vide*, MARÍA DEL PILAR MUÑOZ, *Equity Crowdfunding Problemática societaria*, Working Paper IE Law School, AJ8-224 (2015), 5 e ss e SEGISMUNDO ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, *Crowdfunding (...)* (2020), 351 e ss.

direção. É, pois, fundamental que os fundadores e a administração, que frequentemente se confundem nas mesmas pessoas, mantenham o foco na direção estratégica da sociedade. No caso do *crowdfunding* imobiliário, tal significa concentrar-se no desenvolvimento dos projetos em curso, assegurando a sobrevivência no mercado e garantindo que a posterior venda dos imóveis seja realizada de forma célere e lucrativa. Neste contexto, a presença de um investidor profissional, algo que não é frequente no *crowdfunding*, com maior capacidade financeira para adquirir uma fração substancial do capital social, pode ser extremamente benéfica para a sociedade que se financia através do *equity crowdfunding* visto que este investidor poderá assumir responsabilidades na sua gestão, contribuindo para um modelo de governação mais eficaz e alinhado com os objetivos estratégicos da sociedade financiada.

SECÇÃO II – PLASTICIDADE DOS MODELOS DE GOVERNAÇÃO

Em matéria de governação societária, é amplamente reconhecida a aplicação do princípio basilar *one size does not fit all*⁶⁰, o que, *inter alia*, justifica que os modelos de governação devem estar ajustados à sua realidade empresarial e, conseqüentemente, que os veículos de investimento não devem estar sujeitos a um conjunto de regras inflexíveis, devendo ser adaptados às necessidades do mercado em que operam. Neste contexto, cumpre sublinhar a plasticidade dos modelos de governação aqui analisados. Esta plasticidade permite que os modelos de governação variem significativamente em termos de participação e influência dos seus investidores, sendo possível que os mesmos tenham uma influência mais limitada ou mais ampliada, em função das escolhas concretas formuladas para cada veículo de investimento. Esta possibilidade de conformação assume contornos distintos nos OIA Imobiliários, nas SIGI e no *crowdfunding*, as quais analisaremos de seguida.

15. A plasticidade dos documentos constitutivos nos OIA Imobiliários

Conforme anteriormente destacado, a gestão dos fundos de investimento é confiada a uma sociedade gestora, a quem se atribuem poderes de domínio e de representação⁶¹, embora não

⁶⁰ Sobre deste tema, cf., JOÃO SOARES DA SILVA, A Propósito de Corporate Governance e de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários - Escritos Vários, Coimbra: Almedina, 2018, 37-51.

⁶¹ O tema da vinculação e representação dos fundos de investimento enquanto entidades não personificadas é uma das questões principais versadas pela jurisprudência nacional. A título de exemplo, cf., Ac. TRL de 10.03.2022 (MARIA JOSÉ MOURO), Ac. STJ de 05.12.2019 (CATARINA SERRA), Ac. STJ de 13.11.2018 (FÁTIMA GOMES), Ac. TRE de 13.10.2022 (MARIA ADELAIDE DOMINGOS).

seja a proprietária efetiva do fundo e dos ativos que o compõem⁶². A peculiaridade desta estrutura – típica e caracterizadora da gestão de patrimónios coletivos⁶³ – suscita algumas limitações por parte dos participantes. Na verdade, um dos óbices mais apontados aos fundos fechados é a pouca interferência dos participantes na gestão do seu património. Esta limitação é mais evidente nos OIA imobiliários em que os participantes investem em determinados projetos e empreendimentos imobiliários que lhes pertencem e que ficam vedados de administrar, pois o poder decisório recai sobre a sociedade gestora.

15.1. A intervenção dos participantes no desenvolvimento dos projetos de promoção imobiliária e as suas limitações

Embora os participantes dos OIC fechados (comparativamente com os OIA abertos⁶⁴) detenham um poder de influência mais acentuado sobre a sociedade gestora, na medida em que as alterações com maior peso no investimento coletivo encontram-se dependentes de uma deliberação favorável da assembleia de participantes (v.g., a alteração significativa da política de investimento, da política de distribuição de rendimentos e aumento de comissões)⁶⁵, a verdade é que o poder central de praticar todos os atos e operações necessários à concretização do desenvolvimento dos projetos imobiliários cabe exclusivamente à sociedade gestora⁶⁶.

⁶² Salientando este ponto vide CATARINA PINHO, *Os fundos...*, cit., 2012, 741. Também, EVARISTO MENDES refere que “*pedra de toque do investimento coletivo, mormente em ativos jusmobiliários, é a vincada dissociação entre, por um lado, a titularidade do investimento e do interesse associado e, por outro lado, a gestão do mesmo; sendo este dado que, em grande medida, e a par da salvaguarda da estabilidade e integridade do mercado, justifica a ênfase conferida ao princípio desta gestão no exclusivo interesse dos investidores e a regulação, normativa e administrativa, constante do RGA*”, em EVARISTO MENDES, *SIC*, 2024. JOANA VELUDO refere que “*esta separação entre propriedade e gestão – relevante para diversos efeitos – reflete-se, entre outros, na proibição de emissão de ordens ou instruções de investimento dirigidas à EG, ou na falta de legitimidade dos acionistas para requererem a dissolução e liquidação da SICAFI-HET*”, 593.

⁶³ Cf. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *O governo dos fundos de investimento*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, realçando que a vantagem dos OIC reside no facto de oferecerem uma forma de “*economia de escala com gestão profissionalizada*” e JOANA VELUDO referindo que “*a não ingerência dos investidores na gestão do OIC é um verdadeiro corolário do regime de gestão de ativos*”, em *A gestão na SICAFI heterogeridas: Conselho de Administração e Entidade Gestora – who is in charge?*, RDFMC, 2022, 590.

⁶⁴ Conforme sublinhado por PAULO CÂMARA, “*no plano do governo dos OIC, um critério distintivo tendencial reside na permissão de os documentos constitutivos confiarem aos participantes de OIC fechados o poder de aprovar, em assembleia de participantes, diversos atos relevantes para o OPC. Semelhante opção não vale para os OIC abertos*”. PAULO CÂMARA, *Regime...*, cit., 2024, 43.

⁶⁵ Nas palavras de JOANA VELUDO, “*o direito de participar na Assembleia de Acionistas confere ao investidor um dos principais poderes que lhe assistem*”, *A gestão...*, cit., 591.

⁶⁶ Através de uma análise dos regulamentos de gestão disponibilizados no site institucional na CMVM, destacam-se os principais poderes atribuídos às sociedades gestoras, a saber: (i) a compra e venda de ativos de forma autónoma, (ii) a gestão do património (i.e., seleção, aquisição e alienação dos ativos), (iii) supervisão dos projetos

A isto acresce que a gestão de ativos imobiliários é complexa e multifacetada, visto que envolve a prática de atos e de operação necessárias ao desenvolvimento do projeto imobiliário (v.g., apresentação de projetos de licenciamento junto das Câmaras Municipais) bem como a celebração de vários contratos com terceiros (v.g., contratos de arrendamento, contratos promessa de compra e venda e respetivos contratos definitivos, contratos de prestação de serviços, contratos de empreitadas).

Ora, esta dinâmica típica dos OIA Imobiliários pressupõe uma constante e muitas vezes imediata necessidade – muito mais acentuada do que noutros OIA – de tomada de decisão que impactam a atividade e o desenvolvimento de projetos do fundo, o que requer uma intervenção mais ativa por parte dos participantes sobre a gestão corrente dos vários projetos imobiliários em curso. Em concreto, na prática, os participantes devem ter voz ativa em decisões relativas: **(i)** à celebração de contratos de arrendamentos e aprovação das suas cláusulas mais onerosas para o fundo, **(ii)** a financiamentos e ao **(iii)** desenvolvimento de projetos (nomeadamente de expansão, reabilitação urbana ou de empreendimentos turísticos)⁶⁷.

15.2. Casos de influência ampliada dos participantes: o Comité Consultivo

Em face do que antecede, na estrutura de governação de governação dos OIA Imobiliários é comum a criação de comités consultivos (também em alguns casos designados por “Comités de Acompanhamento”) compostos por representantes dos participantes (usualmente, daqueles com maior capital investido) e da sociedade gestora com o objetivo de ampliar a influência dos participantes, permitindo a análise e emissão de pareceres sobre operações relevantes de investimento e desinvestimento.

objeto de promoção imobiliária, **(iv)** gestão dos riscos associados ao investimento, **(v)** administração dos imóveis (o que inclui, por exemplo, a gestão dos imóveis arrendados e do cumprimento das obrigações e deveres que decorrem desses contratos).

⁶⁷ Note-se, ainda que, em regra, a maior parte destes OIC possuem natureza fechada – com um número fixo de participantes – precisamente porque a natureza aberta de um OIC não se coaduna com o tipo de intervenção exigido pelos fundos imobiliários. A este respeito, é importante observar que, nos OIC abertos, a sociedade gestora tem um campo de atuação mais amplo, pois não está sujeita à necessidade de autorização que geralmente restringe a atuação das sociedades gestoras nos OIC fechados. Tanto é assim que nos OIC abertos não existe assembleia de participantes. Conforme avançado por PAULO CÂMARA/NAZARIY KOVALYUK, “*revela-se (...) uma incompatibilidade jurídica e funcional entre a assembleia de participantes e os OIC abertos, pelo tendencial elevado número de participantes nestes e pela estrutura de governação que orbita em torno de um direito de saída permanente*”, em PAULO CÂMARA [et al], *O Regime... cit.*, 784.

A criação destes comités – que deverão emitir um parecer prévio (não vinculativo) a toda e qualquer tomada de decisão de investimento ou desinvestimento – permite que os membros do comité deliberem sobre quaisquer matérias relacionadas com a atividade do OIC, possibilitando uma maior aproximação dos investidores à própria atividade do OIC. Apesar do potencial que estes tipos de comités têm na gestão dos OIA Imobiliário⁶⁸, é importante destacar que, geralmente, os regulamentos de gestão conferem exclusivamente à sociedade gestora o poder de convocar o comité consultivo, o que pode, em alguns casos, limitar a tomada de decisões devido à falta de convocação.

Note-se, no entanto que, embora o comité consultivo consubstancie uma alteração do processo decisório da sociedade gestora, a verdade é que esta mantém a competência deliberativa e decisiva em matéria de investimentos, sendo o parecer do comité uma mera recomendação, sem carácter vinculativo. De qualquer das formas, se os acionistas formassem um comité consultivo que emitisse pareceres prévios vinculativos sobre os atos de gestão da sociedade gestora, tal seria incompatível (*e contra legem*) com o modelo de heterogestão legalmente previsto⁶⁹.

15.3. Outras formas de controlo da atuação da sociedade gestora

A par da criação de um comité consultivo, propomos a criação de outros mecanismos de controlo dos participantes à atividade desenvolvida pela sociedade gestora, nomeadamente:

- a) Uma política de investimentos bem delimitada e definida⁷⁰, que sirva de controlo indireto sobre as decisões de investimento e que estabeleça previamente os critérios gerais para a atuação da sociedade gestora. Nesse sentido, podem-se definir **(i)** a localização geográfica onde o fundo pode investir⁷¹, **(ii)** os intervalos de preços

⁶⁸ Os comités de consultivos revelam-se cruciais para a gestão dos OIA Imobiliários fixando os seus poderes em, a título de exemplo, **(i)** pronunciar-se sobre o desenvolvimento de processos de promoção imobiliária, **(ii)** sobre os termos e condições de elaboração, submissão, aprovação e licenciamento de projetos de arquitetura e especialidade.

⁶⁹ Nesse sentido, cf. JOANA VELUDO, *A gestão...*, cit., 592.

⁷⁰ No entanto, conforme prescreve o artigo 17.º, n.º 2 do RGA, a subscrição de unidades de participação implica a aceitação do programa contratual fixado nos documentos constitutivos. No entanto, dependendo do poder e do interesse que um novo participante possa implicar para um OIA Imobiliário fechado, não vemos qualquer obstáculo em admitir uma alteração ao regulamento de gestão de forma a negociar e adaptar a política de investimento conforme as pretensões do novo participante.

⁷¹ Por exemplo, o Fundo Príncipe Real Reabilitação Urbana, como o próprio nome indica, privilegia o desenvolvimento da sua atividade na zona do Príncipe Real, Lisboa. Cf. CMVM, Sistema de Difusão de Informação, disponível em www.cmvm.pt.

mínimos de alienação para determinado tipo de ativos, **(iii)** o segmento do mercado imobiliário onde atuam⁷² (v.g., turismo, indústria, comércio/serviços, logística ou habitação), **(v)** a natureza específica dos imóveis⁷³ e, ainda, **(vi)** a adoção de políticas restritivas em matéria de investimento e endividamento⁷⁴;

- b)** A possibilidade de destituição ou substituição da sociedade gestora por parte da assembleia de participantes, a qualquer momento e sem necessidade de justa causa, em especial sempre que a política de gestão e de investimentos praticada for contrária aos interesses dos acionistas;
- c)** A externalização de algumas questões operacionais, permitindo a descentralização das funções da sociedade gestora (o que é frequente nos OIA Imobiliários para a consultoria imobiliária);
- d)** A regulação do envolvimento na sociedade através da celebração de um acordo parassocial;
- e)** A adoção de uma política de gestão e de execução de operações e política de transmissão de ordens, com vista à obtenção de um melhor resultado por parte da sociedade gestora que deve empregar os melhores esforços na gestão dos OIC, podendo-se especificar o que se entende por melhor resultado possível;
- f)** A adoção de política de exercícios de direitos de voto no caso de SIC que detenha participações sociais noutras sociedades;

Em suma, entendemos que com estes mecanismos de controlo os interesses dos participantes estarão mais acautelados e determinados riscos mitigados, o que permite atingir um *level playing field* entre a relação fiduciária complexa entre participantes e sociedade gestora. É importante sublinhar que tal é possível porque o regime instituído pelo RGA assenta numa plasticidade de conformação dos documentos constitutivos e permite uma ampla

⁷² Em Portugal, a Turismo Fundos, SGOIC, S.A gere vários fundos cujo investimento consiste em imóveis afetos a atividades turísticas e industriais. Cf. www.turismofundos.pt.

⁷³ O fundo Imovalorca, gerido pela Crédito Agrícola Gest, SGOIC, S.A, limita o acervo patrimonial do fundo a imóveis adquiridos no âmbito de operações judiciais e extrajudiciais de recuperação de crédito por parte das Caixas Agrícolas. Cf. CMVM, Sistema de Difusão de Informação, disponível em www.cmvm.pt.

⁷⁴ A SIC “Pdsm Portfolio (Portugal) –Sic Imobiliária Fechada, S.A”, gerida pela *Square Asset Management*, SGOIC, S.A, limita os seus investimentos a imóveis que tenham um único arrendatário ou a um arrendatário predominante responsável de pelo menos 85% das rendas devidas. Cf. CMVM, Sistema de Difusão de Informação, disponível em www.cmvm.pt.

plasticidade quanto ao âmbito de atuação da assembleia de participantes, o que decorre do considerável número de normas permissivas presentes no RGA.

16. A implementação de comités de investimento nas SIGI

Nas sociedades anónimas é comum o recurso a regras de conduta competindo às sociedades, na linha do *comply or explain*, adotarem os mecanismos de governo que melhor se adaptam às suas características (reforçando, nesta medida, os mecanismos de *soft law*)⁷⁵.

Tal plasticidade permite que os modelos de governação das sociedades anónimas (cotadas ou não) sejam polifuncionais e contemplem o envolvimento de vários *stakeholders* na gestão da sociedade. Nos casos em que as ações das SIGI sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado, como vimos, o legislador não confere margem de autonomia na escolha do modelo de governação. No entanto, nesse caso, convém sublinhar que é frequente que a gestão corrente de sociedades que adotem este modelo seja delegada numa comissão executiva que exerce as funções de gestão da sociedade. Assim, paralelamente a este órgão, não vemos obstáculo em que a SIGI, tal como qualquer outra sociedade comercial, possa prever estatutariamente uma dupla instância decisória com a criação de comités de investimento que se debruce sobre as questões operacionais do investimento imobiliário da sociedade.

17. A criação de fóruns de comunicação enquanto forma de mitigação da assimetria informativa no *crowdfunding* imobiliário

A governação das sociedades financiadas via *equity crowdfunding* deve ser moldada por um equilíbrio cuidadoso, adaptando-se às especificidades desse tipo de investimento. Essas sociedades, como vimos, frequentemente *startups*, requerem um modelo de governação flexível e próprio, o que não se pode basear na soma das recomendações existentes para sociedades cotadas e para as *startups*.

A flexibilidade e a adaptabilidade deste modelo de governação são cruciais para o sucesso das sociedades financiadas por *equity crowdfunding*, especialmente no que diz respeito à assimetria informativa, um ponto crítico identificado ao longo deste estudo. Considerando que as plataformas de *crowdfunding* imobiliário desempenham um papel central na comunicação

⁷⁵ Todavia, a literatura que se dedica a este tema tem verificado “*uma progressiva erosão do espaço deixado à soft law e à autonomia privada de cada organização*”. Cf. ANA PERESTRELO OLIVEIRA, *Manual...*, cit., 13 apud PAULO CÂMARA [et al], *O Governo...* cit., 15.

entre o promotor, os investidores e os potenciais investidores, e que começa desde logo, pela captação dos novos investidores, entendemos que o regime deve aproveitar esta natureza própria do *crowdfunding* relacionado com as novas tecnologias. Como tal, propomos a criação de fóruns de comunicação e a utilização de plataformas *online*. Esses mecanismos facilitariam o acompanhamento pós-investimento e serviriam como uma forma para os investidores obterem orientação e supervisão sobre as decisões estratégicas da sociedade financiada. A existência desses fóruns permitiria que promotores e investidores discutissem as potencialidades e os desafios dos projetos, promovendo um ambiente de colaboração e transparência. Essa abordagem não apenas mitigaria a assimetria informativa, mas também incentivaria uma cultura de governação mais participativa e inclusiva⁷⁶.

Tal como os comités consultivos desempenham um papel essencial nos OIA Imobiliários, esses fóruns também seriam de grande importância no modelo de *crowdfunding*, oferecendo uma estrutura formal para que os investidores tivessem voz nas decisões estratégicas e na supervisão das atividades da empresa. Essa necessidade é plenamente justificada considerando as particularidades do investimento imobiliário, que não se trata de um projeto imediato, mas de um projeto que acompanha diversas fases, desde o licenciamento, construção ou reabilitação, até a venda e, em muitos casos, a própria gestão, como ocorre em empreendimentos hoteleiros.

Concluimos, pois, que a implementação desses fóruns facilitaria o acompanhamento contínuo e detalhado dos projetos, permitindo uma comunicação mais eficaz entre a empresa e os investidores. Essa interação contínua garantiria que os investidores estivessem sempre informados e pudessem contribuir com *insights* durante todo o ciclo de vida do projeto. Além disso, a transparência proporcionada por esses fóruns ajudaria a mitigar riscos e a construir confiança, elementos essenciais para o sucesso de qualquer empreendimento de *crowdfunding* imobiliário.

⁷⁶ Evitando-se, assim, o que a literatura nacional tem denominado de “apatia racional”. Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual (...)*, cit., 2018, 64 e ss.

CAPÍTULO III - ANÁLISE CRÍTICA E COMPARATIVA

Aqui chegados, perante todas as características enunciadas bem como propostas de sugestões para determinar o veículo de investimento mais adequado ao investimento imobiliário, cumpre proceder a uma análise comparativa, tendo por base alguns critérios essenciais do *corporate governance* que a, no nosso ver, merecem a nossa atenção: (i) os mecanismos de saída; (ii) os conflitos de interesses; e (iii) os graus de participação e influência dos investidores.

18. O *crowdfunding* como o caso mais acentuado de risco do desalinhamento de interesses

Um sistema de governação eficaz é crucial para garantir uma gestão adequada dos riscos e para prevenir possíveis conflitos de interesses. Assim, a nossa análise comparativa implica necessariamente uma reflexão sobre quais os modelos de governação apresentam conflitos de interesses mais agudos.

Como já vimos anteriormente, o legislador português tem sido particularmente sensível à problemática dos OIA Imobiliários, prevendo regras que pretendem minimizar esses conflitos, que surgem reforçadas pelo reconhecimento de deveres de cuidado e de lealdade da entidade gestora, que deve pautar a sua atuação pela defesa dos participantes. Assim, a no nosso ver, e conforme resulta do supramencionado, embora os OIC em geral sejam propensos a vários tipos de conflitos de interesses, a verdade é que a regulação a que estão sujeitos – regulação essa cada vez mais sensível a estes temas, têm mitigado muitos desses riscos, razão pela qual, entendemos que a governação dos OIA Imobiliários, desde que gerido de forma eficaz, não levantará com tanta intensidade como o *crowdfunding* problemas relacionados com conflitos de interesse.

A no nosso ver, o mesmo sucede com as SIGI que, enquanto sociedades cotadas, é comum que eclodam conflitos de interesses, sendo a malha de interesses complexa⁷⁷ nomeadamente

⁷⁷ Com interesse para este ponto veja-se, entre nós, PAULO CÂMARA, *Conflito de Interesses no Direito Financeiro e Societário: Um Retrato Anatômico*, Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a partir da crise financeira, Coimbra: Almedina, 2010, 41.

entre *controlling shareholders* e *non-controlling shareholders*⁷⁸. Aliás, neste contexto, devemos lembrar que os principais desafios do *corporate governance* surgiram com as sociedades cotadas, as quais têm como característica central a dispersão do seu capital social e nas quais se tem verificado um maior absentismo no exercício do direito de voto (*free riding*). É, portanto, onde se verifica com mais frequência os problemas de agência⁷⁹, de onde emerge o risco de desvio dos objetivos da sociedade através da atuação dos administradores em virtude de proveitos próprios, clivagem entre o grupo de controlo e dos acionistas minoritários⁸⁰. No entanto, à semelhança do que se verifica com os OIA Imobiliários, o legislador tem estado atento aos problemas suscitados pelas sociedades cotadas (o que se verifica pelas recomendações existentes nesta matéria), o que atenua a dimensão do problema.

Em face do que antecede, concluímos que, entre os veículos analisados no presente estudo, o *crowdfunding* é o que evidencia conflitos de interesses mais agudos – impulsionado pela multiplicidade de conflitos em presença com os vários *players* que atuam neste investimento – o que, quanto a nós, é um reflexo de ser o veículo de investimento mais exposto à vulnerabilidade das regras básicas de *corporate governance*, evidenciando a falta de robustez desses modelos.

Digno de nota, nesta sede, é também que o *crowdfunding* imobiliário, que começa a dar agora os seus passos mais consistentes em Portugal, suscita questões complexas e requer uma regulamentação mais robusta (e que ainda não foi acolhida pelo legislador nacional) bem como uma maior transparência por parte das plataformas. A nosso ver, apenas com a mitigação deste risco, será possível para garantir a confiança dos investidores e a sustentabilidade do mercado de *crowdfunding* imobiliário, mitigando os riscos (acentuados) que gravitam em torno dos conflitos de interesses.

⁷⁸ Sobre estes conflitos, *vide*, ANDREAS CHARITOU/ CHRISTODOULOS LOUCA/IOANNIS TSALAVOUTAS, *Corporate Governance, Agency Problems, and Firm Performance: Empirical Evidence from an Emerging European Market* (2014), 14 e ss.

⁷⁹ Note-se que os *non-traded REITs*, por serem geridos por terceiros, podem também acentuar este tipo de problemas, originando um desalinhamento de interesses entre administradores e acionistas, visto que os primeiros, movidos pelos ganhos de comissões, podem ser levados a adquirir imóveis que não são do interesse dos acionistas. Veja-se, a este respeito, TIM HUSSON/CRAIG MACCANN/CARMEN TAVERAS, *A Non-Traded REITs Primer*, 2012, 7-8.

⁸⁰ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflito de interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador*, *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Um balanço a partir da crise financeira, Coimbra:Almedina, 86 e ss.

19. Mecanismos de saída: a maior flexibilidade de desinvestimento nas SIGI

Conforme enunciado pela obra clássica de ALBERT HIRSCHAMANN “*voice can be a substitute for exit*”⁸¹, o que significa que a influência dos investidores (*voice*) pode ser uma alternativa eficaz ao desinvestimento (*exit*), que se demonstra crucial para os veículos de investimento onde a saída não é uma opção viável ou desejável.

A possibilidade de *exit* influencia transversalmente a relação entre o investidor e o veículo de investimento⁸², estando intimamente correlacionados com o modelo de governação dos veículos de investimento, em concreto com o nível de controlo que os investidores podem exercer na gestão do mesmo.

A estrutura da governação dos OIC abertos assenta num direito de saída permanente⁸³, permitindo aos participantes proceder ao resgate das suas participações a qualquer momento. No entanto, em Portugal, a maior parte dos OIA Imobiliários são fechados⁸⁴, os quais, como é consabido, só permitem a realização de resgates em casos limitados, *v.g.* reduções de capital ou no momento da liquidação dos OIC decorrido o seu prazo de duração. Quanto a este ponto, cumpre salientar que a estipulação da duração do OIC⁸⁵ – a qual assenta num amplo grau de conformação⁸⁶ nos documentos constitutivos⁸⁷ – assume particular relevância, pois determina a estratégia de desinvestimento ao balizar temporalmente o direito ao retorno do

⁸¹ Cf. ALBERT HIRSCHAMANN, *Exit, Voice and Loyalty – Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, (1970), 65. Entre nós, *vide*, PEDRO MAIA, *Corporate...*, cit. 51-52.

⁸² Sobre este tema, em específico quanto ao capital de risco, *vide* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Estratégias de saída no capital de risco”, *CMVM, 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, 2021, 825.

⁸³ No entanto, há a possibilidade de os OIC abertos possuírem suspensões de subscrições, com momentos limitados de resgate – as denominadas de “janelas de resgate” – o que permite que os OIC possam ter características mistas. A este respeito, cf. PAULO CÂMARA, [*et al*], *Regime...* cit., 43-45.

⁸⁴ Em agosto de 2024, estão registados junto da CMVM 234 fundos imobiliários fechados e apenas 13 fundos imobiliários abertos.

⁸⁵ Os princípios da IOSCO previam apenas que os OIC deveriam prever o direito ao reembolso do investimento num prazo razoável. Cf. IOSCO, *Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes* (1994), 14 e ss.

⁸⁶ Note-se que com o RGA foi abolido o limite máximo de duração de 20 anos dos OIC fechados que constava do artigo 62, n.º 1, RGOIC pelo que já não existe uma duração mínima. Quanto aos fundos de investimento imobiliário, é de notar também que o artigo 43.º, n.º 2 do já revogado regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário previa que os fundos de duração determinada não pudessem exceder os dez anos de vigência.

⁸⁷ Para além da possibilidade de conformação nos documentos constitutivos, nas SIC, é comum que os direitos de saída relacionados com a transmissão das ações sejam acordados pelos acionistas nos acordos parassociais. Para o efeito, é comum estipular-se *lock-up periods*, durante o qual as ações estão bloqueadas juntas do intermediário financeiro e nas contas relevantes do sistema centralizado de valores mobiliários, sendo que os acionistas estão impedidos de transmitir ou onerar as suas ações por um determinado período (geralmente de 5 anos). Também é comum estipularem-se cláusulas de *right of first offer*, *drag along* e *put option*, as quais serão aplicáveis também aos futuros investidores por intermédio de um termo de adesão.

investimento⁸⁸. Além disso, a estratégia de saída nos OIA Imobiliários também está intimamente relacionada com a política de rendimentos adotada (capitalização ou distribuição), sendo que no de capitalização (comum nos OIA Imobiliários) dá-se a incorporação dos rendimentos nas participações de cada participante na devida proporção do seu investimento ao passo que na política de distribuição procede-se a uma renumeração regular de acordo com a periodicidade definida nos títulos constitutivos.

Por sua vez, no *equity crowdfunding*, a estratégia de saída⁸⁹ dos investidores (*i.e.*, a capacidade de os investidores desinvestirem antes do fim do projeto ou de venderem as suas participações sociais) enfrenta vários desafios. Desde logo, é de salientar o risco de liquidez enquanto um dos principais obstáculos. A inexistência de um mercado secundário bem estruturado tem sido apontada por uma parte da literatura como um verdadeiro obstáculo à venda de participações sociais no *equity crowdfunding*⁹⁰. Ademais, é importante notar que,

⁸⁸ Quanto a este ponto, cumpre fazer uma ressalva. Nos últimos anos, uma grande parte da literatura portuguesa tem-se dedicado ao estudo dos fundos de investimento, com especial ênfase para os OICVM e *hedge funds*. No entanto, muitas das conclusões desses estudos não podem, na nossa ótica, ser transpostas sem mais para o estudo dos fundos imobiliários. Em particular, é comum concluir-se que os *hedge funds* são norteados por decisões tendentes a aproveitar a volatilidade dos mercados, realizando assim investimentos de muito curto prazo (*short-term*). Ora, quanto a nós, tal conclusão não se coaduna com o mercado imobiliário visto que, por um lado, os ativos imobiliários possuem baixa liquidez e, por outro um lado, os projetos empreendimentos imobiliários e reabilitação urbana, que frequentemente implicam a aprovação de projetos junto das câmaras municipais, demandam tempo, o que impede um retorno imediato.

⁸⁹ Paralelamente à saída dos investidores, há também a hipótese de venda da sociedade financiada, a qual certamente ocorrerá na maturidade ou conclusão do projeto imobiliário. Sobre este tema e a estipulação de cláusulas de *tag along* e *drag along*, vide, SEGISMUNDO ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, *Crowdfunding de inversiones (equity crowdfunding)*, in *Aspectos legales de la financiación en masa o Crowdfunding* / directora Matilde Cuenca Casas, 1.º Ed., Valencia: Tirant lo Blanch, (2020), 353-354, que refere que “*La forma más habitual de obtener beneficios de la inversión es la venta de la sociedad: aunque el destino soñado de las start-up es la salida a bolsa, lo más frecuente en los casos de éxito es la compra de la sociedad a una entidad de capital riesgo o a una empresa del sector. Este es otro momento en el que se pueden poner de manifiesto los conflictos de intereses entre mayoría y minoría, que hay que regular con especial cuidado. Es este ámbito existen dos pactos que se han convertido en habituales en muchas nuevas sociedades, conocidos como derecho de acompañamiento y de arrastre*”. De facto, como mencionado pelo Autor, a IPO é das estratégias de saída mais ambicionadas e mais lucrativas no *equity crowdfunding*. A IPO permite que uma sociedade venda as suas ações ao público em geral pela primeira vez, proporcionando uma oportunidade para os investidores iniciais realizarem os seus retornos de investimento. No entanto, a prática tem evidenciado que essa estratégia é apenas viável para sociedades de maior dimensão, com crescimento significativo e perspectivas sólidas de mercado. Para mais desenvolvimentos sobre a IPO, vide, DIDIER FOLUS/ EMMANUEL BOUTRON, “*Exit Strategies in Private Equity*”, in *Private Equity: Opportunities and Risks*, Baker, H.K., Filbeck, G. & Kiyamaz, H., 215-236.

⁹⁰ O risco de iliquidez no *crowdinvesting* resulta da limitada liquidez dos instrumentos de capital adquiridos através das plataformas no mercado secundário. Assim, os investidores podem ter dificuldade em encontrar um mercado para negociar esses instrumentos financeiros posteriormente, devido à escassez de plataformas eletrónicas que disponibilizam um mercado secundário, cf. FLAVIO PICHLER / TEZZA ILARIA, “*Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review*”, in *Crowdfunding for SMEs: A European*

frequentemente, a estratégia de saída é predefinida pela plataforma ou pelos acionistas majoritários, o que geralmente implica que os investidores permaneçam comprometidos por um período específico, dificultando a saída antecipada⁹¹.

Por outro lado, nas SIGI releva a coloquialmente designada “*Wall Street Rule*”⁹² que se traduz na inclinação dos investidores “votarem com os pés”, *i.e.*, exprimirem o seu desagrado com a administração através da alienação de que são titulares. Portanto, no caso das SIGI, tratando-se de sociedades cotadas, em caso de descontentamento, a solução, seria o *exit* e não o *voice*⁹³. Nas sociedades cotadas há um diminuto grau de compromisso, sendo as ações encaradas unicamente como um produto de investimento temporal curto e não como um instrumento de intervenção acionista.

Por conseguinte, na nossa ótica, os investidores das SIGI, por serem sociedades cotadas, possuem maior flexibilidade relativamente à saída. No lado oposto, temos o *crowdfunding*, que relevado muitos problemas relacionados com a falta de estratégias de saída após o investimento.

20. A influência dos participantes nos modelos de governação

O *crowdfunding* é tido tradicionalmente como o caso com mais limitação dos poderes dos participantes, o que se justifica pelos limites máximos de investimento associados. As regras sobre limitação quantitativa do investimento legitimam esta prática de uma escassa influência dos participantes. Mas não só. A verdade é que o investidor do *crowdfunding* não assume, em proporção, uma percentagem de capital significativa na sociedade. Da mesma forma, não assume o controlo de gestão, pelo que o controlo da governação da sociedade financiada acaba

Perspective, Roberto Bottiglia & Flavio Pichler (Editors), Palgrave Macmillan, Verona, 2014, 21e ss. LUÍS ROQUETTE GERALDES / FRANCISCA SEARA CARDOSO, “Uma revolução chamada *crowdfunding*”, *IV Congresso DRS* (2016), 510 e ss.

⁹¹ A prática tem evidenciado que o contrato de investimento no *crowdinvesting* pode determinar um período mínimo, durante o qual os investidores permanecem vinculados, um direito de resgate sob condições pré-determinadas no contrato (*v.g.*, não cumprimento de determinados objetivos do projeto imobiliário, mudanças significativas na estrutura governativa ou mudanças regulatórias) e, ainda, a estipulação de pré-avisos de denúncia. Para mais desenvolvimentos, cf. LARS HORNUF, TOBIAS SCHILLING, ARMIN SCHWIENBACHER, *The relevance of investor rights in crowdinvesting*, *Journal of Corporate Finance*, 2022, 77.

⁹² LOUIS LOWENSTEIN, *Beating the Wall Street Rule with a Stick and a Carrot*, *Banking L.* Vol. 7 (1998), 251. Nas palavras do Autor, “[*e*]ncourage [*institutional investors*] to participate in corporate governance before the event, rather than voting with their feet after”.

⁹³ Em todo o caso, recorde-se que como nota ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, atualmente o “*ativismo acionista é um dado adquirido*” visto que para muitos investidores a atratividade do investimento está correlacionada com a sua intervenção (*voice*) na sociedade. Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual...*, cit., 2018, 82-83.

por permanecer com os fundadores/promotores visto que há uma tendência para no *crowdfunding* o controlo permanecer na esfera dos fundadores. Este contexto pode justificar-se por estes tipos de investimento darem origem a sociedades com estruturas acionistas dispersas quer a nível de capital quer geográfico, o que decorre da forma como este investimento é realizado. Em regra, o *crowdfunding* imobiliário é realizado através de “rondas” de investimento à medida que o projeto imobiliário evolui. Ora, com estas rondas, os investidores deparam-se com a diluição da sua participação⁹⁴.

Pelo contrário, nos OIA Imobiliários fechados há um controlo rigoroso na subscrição de novas ações, ou seja, há controlo dos novos acionistas e do momento em que podem efetuar a sua subscrição. Assim, só são aceites subscrições caso seja deliberado um aumento de capital pelos órgãos sociais competentes, o que implica que a entrada de novos investidores requer a aprovação da maioria dos participantes⁹⁵.

Note-se que tal é equilibrado visto que nos veículos de investimento onde a liquidez é limitada (o que ocorre no caso do *crowdfunding*) ou onde o desinvestimento pode acarretar custos significativos, a utilização da *voice* torna-se vital, o que não se verifica no *crowdfunding* visto que a prática tem demonstrado que os investidores não dispõem da capacidade de influir significativamente na gestão⁹⁶. Pelo contrário, relativamente aos OIC, como vimos, a ausência de assembleia de participantes nos fundos abertos visa equilibrar a impossibilidade de regaste nos fundos fechados. De facto, o regime dos OIC encontra, assim, a sua harmonia em termos de governação. Por um lado, nos OIC abertos, os participantes exercem o seu poder através da faculdade de resgate (*exit*) e, por outro lado, nos OIC fechados são atribuídos aos participantes o direito de participação nas assembleias de participantes (*voice*), o que, como vimos *supra*, poderão ter um poder mais amplo conforme previsto nos documentos constitutivos.

Como tal, entendemos que esta harmonia em termos de governação dos OIC tornam-nos as opções mais atrativas a nível da proteção e influência dos participantes, sendo o

⁹⁴ A dispersão das participações sociais entre um grande número de investidores combinada com o hiato temporal necessário para a obtenção de lucros é uma das principais causas de desinteresse dos investidores no *equity crowdfunding*. Realçando este ponto, cf., LIAM COLLINS/YANNIS PLERRAKIS, *The Venture crowd: crowdfunding equity investment into business*, 2012, 30-31.

⁹⁵ É também comum estipularem-se nos acordos parassociais as condições de elegibilidade da entrada de novos investidores.

⁹⁶ Os investidores aceitam as denominadas *participaciones sin voto*, aceitáveis para os investidores, que geralmente têm um interesse económico no desempenho da empresa e não procuram influenciar ou controlar a gestão, o que seria antieconómico dado o montante do seu investimento. Cf. SEGISMUNDO ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, *Crowdfunding de inversiones (equity crowdfunding)*, in *Aspectos legales de la financiación en masa o Crowdfunding* / directora Matilde Cuenca Casas, 1.º Ed., Valencia: Tirant lo Blanch, (2020),350.

crowdfunding pelas razões expostas, o veículo de investimento menos aliciante em termos da influência dos investidores.

21. Balanço e tomada de posição

Em ordem a dar resposta à questão inicialmente enunciada, procura-se, aqui, a título conclusivo, fazer uma reflexão transversal, de modo a concluirmos pelo veículo com perfil estrutural, funcional e de governação mais avançado no atual panorama do mercado de capitais em Portugal.

À luz da nossa análise, reconhecemos que os OIA Imobiliários evidenciam ser o veículo mais funcional à escala de investimentos no mercado imobiliário. Desde logo, devido ao ambiente regulatório em que se inserem e à supervisão contínua por parte da CMVM (ao contrário do que se verifica no *crowdfunding*), estes veículos tendem a apresentar modelos mais resilientes em termos de repartição e gestão de risco (associado à sua elevada liquidez que se verifica principalmente nos OIA abertos), autonomia patrimonial e segurança do investimento.

De facto, a credibilidade junto dos investidores justifica-se por via da regulação na medida em que esta tem efeitos na mitigação dos riscos associados ao investimento ao orbitar em torno de uma gestão profissionalizada⁹⁷. Importa reter que, à semelhança dos OIA, as sociedades gestoras estão sujeitas a uma rigorosa supervisão prudencial o que, no plano funcional, obriga-as a apresentarem uma estrutura sólida de meios humanos, técnicos e materiais, de onde resulta um maior grau de transparência e maior segurança do investimento. O próprio governo das sociedades gestoras gira em torno de obrigações de divulgação de informação e de mecanismos de prevenção de conflitos de interesse. A este respeito, conforme demonstrado, o novo regime implementado pelo RGA teve o mérito de intensificar os deveres de reporte por parte da sociedade gestora. Em paralelo, em virtude deste ambiente regulatório, os OIA contam ainda com uma rigorosa avaliação da carteira de ativos imobiliários, proporcionando um reconhecimento e confiança inegáveis quanto à valorização dos ativos e, conseqüentemente,

⁹⁷ Sublinha-se, na esteira de JOHN MORLEY, a eficiência paradoxal deste veículo. Não obstante a limitação aos poderes de atuação dos investidores, é precisamente essa limitação que lhes confere credibilidade. Cf. JOHN MORLEY, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, The Yale Law Journal, Vol. 123, n.º 5, 1228.

ao valor das participações sociais que compõem o seu capital, o que como supramencionado, não se verifica com a mesma acuidade nas SIGI.

Temos assim, que, em comparação, o mercado de gestão coletiva de ativos é atualmente a opção que em termos de governação apresenta uma estrutura mais robusta capaz de fazer face às particularidades inerentes ao investimento imobiliário⁹⁸.

⁹⁸ Cf. TIAGO SANTOS MATIAS, *Fundos...cit.*, 691, destacando que esta robustez permite fazer face aos desafios que a governação dos OIA se confronta (*maxime*, desafios colocados pelas novas tecnologias, corrida à sustentabilidade, incremento da competitividade do quadro regulatório e estabilidade financeira).

CONCLUSÕES

I – A presente dissertação procurou analisar de forma integrada os diferentes veículos de investimento imobiliário disponíveis no mercado português. Através de uma abordagem crítica e comparativa, foi possível identificar as principais características, benefícios e desafios associados a cada um destes veículos, apontando-se a necessidade de, *iure condendo*, alterar-se alguns pontos essenciais no tratamento legislativo destes veículos.

II – No que tange às várias questões sobre as quais nos debruçámos, concluímos que o *equity crowdfunding* imobiliário é, tradicionalmente, o veículo que apresenta mais limitação da intervenção dos participantes, o que encontra a sua razão de ser, por um lado, na natureza singular deste tipo de investimento e, por outro lado, na elevada dispersão do capital social, o que está associado ao valor tendencialmente mais reduzido do investimento. Ainda quanto a este modelo, constatámos que o frágil modelo de governação associado ao *equity crowdfunding* propicia situações de desalinhamento de interesses, o que justifica – a par da entrada de cada vez mais plataformas estrangeiras de *crowdfunding* imobiliárias em Portugal – a necessidade de regulação específica por parte do legislador nacional.

III – Paralelamente, relativamente às SIGI, verificamos que, apesar de a sua implementação ser muito reclamada pelo setor imobiliário, verificou-se um tímido acolhimento no mercado português, que conta apenas com três veículos deste tipo. Depois da enunciação de alguns problemas associados a estes veículos, foram desenhadas sugestões com vista à vitalização deste regime, de forma a atingir os desideratos do legislador, nomeadamente a captação de investimento estrangeiro. Adicionalmente, apontamos para a necessidade de uma interpretação flexível para a escolha do modelo de governação das SIGI que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado.

IV – Em termos comparatísticos, logrou-se, assim, demonstrar que os OIA Imobiliários são o veículo com perfil estrutural, funcional e de governação mais avançado no atual panorama do mercado de capitais português o que, quanto a nós, se justifica pelo ambiente regulatório em que se inserem. A regulação dos OIA é, pois, um fator crítico que garante a confiança dos investidores e a integridade do mercado de capitais. Como tal, demonstrámos que a

credibilidade de um veículo de investimento imobiliário está associada ao seu modelo de governação, *maxime*, no que diz respeito aos mecanismos de *check and balances*, de controlo, de alocação de poderes, de possibilidade de desinvestimento e de conflitos de interesse a que estão sujeitos. São, pois, estes aspetos que convergem naquele que deve ser o fim último do mercado de capitais: a proteção do investidor.

V – Resulta da análise a que se procedeu que a governação constitui uma prova decisiva dos veículos de investimento, na medida em que não é possível proceder a um estudo comparativo dos mesmos sem o crivo dos modelos de governação. Na nossa perspetiva, é evidente que a governação societária encontra-se intimamente relacionada com a eficiência empresarial e que o crescimento sustentável das organizações apenas é possível com práticas sólidas de governo. Merece, pois, ser notado que um modelo de governo que se pauta pela transparência e por meios de controlo está apto a gerar impactos positivos que, a jusante, beneficiam os investidores, e a montante, contribuem para a eficiência do mercado de capitais. O exposto leva-nos a concluir que o modelo de governação é a chave dogmática para a robustez dos veículos de investimento.

VI – Ao longo do estudo, tivemos a oportunidade de demonstrar que no contexto dos veículos de investimento imobiliário, a importância dos modelos de governo é ainda mais evidente. As características dos ativos imobiliários – cuja rentabilização não é imediata –, depende de um investimento a longo prazo que acompanhe a vida do imóvel e as suas vicissitudes (desde a aquisição, licenciamento de projetos e respetivo *development*, a formas de exploração económica dos mesmos). Constatamos, portanto, que a gestão de ativos imobiliários é multifacetada, visto que envolve a prática de atos e de operações necessárias ao desenvolvimento dos projetos imobiliários, das quais depende a sua rentabilidade. A atratividade do investimento imobiliário depende precisamente da rentabilidade que o ativo é capaz de gerar ao longo da vida do OIA. Entendemos, assim, que o funcionamento do mercado *per se* não funciona neste tipo de investimento, visto que é exigido aos participantes uma constante necessidade de intervenção na gestão dos vários projetos imobiliários em curso.

VII – A análise realizada neste estudo revelou que o investimento imobiliário é tendencialmente associado à natureza fechada e à heterogestão. Ora, como vimos, nestes veículos, o resgate (*exit*) é mais restrito, o que, na lógica do sistema, implica que sejam

atribuídos aos participantes o direito de participação na vida do fundo (*voice*). Por essa razão, logamos demonstrar que, não obstante o modelo supletivo desenhado pelo legislador em torno de uma gestão profissional, a intervenção dos participantes na vida do OIA convoca a plasticidade dos documentos constitutivos, permitindo uma ampla conformação da autonomia dos participantes, o que é essencial para o *level playing field* entre a relação fiduciária existente entre os participantes e sociedade gestora.

BIBLIOGRAFIA

- ABREU, JORGE COUTINHO DE [et al.], *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. VI, 2ª Ed., (2019).
- AGARWAL, S./GENAY, H./MCMENAMIN, R., *Why aren't banks' lending more? The role of commercial real estate*, Chicago: The Federal Reserve Bank, Baldwin, A. (2017).
- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *A governação dos fundos de investimento*, Direito dos valores mobiliários, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, 9-38.
- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, Almedina, 2022.
- AMORIM, MARGARIDA PACHECO DE / SANTOS, JOÃO VIEIRA DOS, “O regime nacional de crowdfunding: que crowdfunding?”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, 1ª Ed., Coimbra: Almedina, (2021) 623-638.
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Fondos de Inversión Libre y Derecho de Sociedades*, in *Mercado de Capitales*, Editorial Heliasta, 483-525.
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os fundos de investimento imobiliário*, Direito das Sociedades em Revista, (Out. 2019), 49-61.
- ARRANZ PUMAR, GREGORIO, *Los Fondos de Titulización Hipotecaria y sus Sociedades Gestoras*, in: Alonso Ureba, Alberto, Martinez-Simancas y Sanchez, *Derecho del Mercado Financiero*, Tomo I, Vol. 1, Entidades del Mercado Financiero, Editorial Civitas, Madrid, 1994.
- BANDEIRA, PAULO, *Governance em startups: Equilíbrios societários entre fundadores e investidores*, *Acionistas e Administração de Sociedades*, Coimbra: Almedina, (2019) 233-260.
- BARREIRA, RUI, *Regime jurídico-tributário dos fundos de investimento imobiliário*, *Fisco*, 46, Setembro (1992), 3-8.
- BELEZAS, FERNANDO, *Crowdfunding: regime jurídico do financiamento colaborativo*, Coimbra: Almedina, (2017).
- BRITO, RITA XAVIER/ FERREIRA, MANUEL CORDEIRO, *Apontamentos sobre o regime geral dos organismos de investimento coletivo*, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 42, 2016, 136-146.

- CÂMARA, PAULO [et al.], *Regime da Gestão de Ativos Anotado*, Almedina, 2024.
- CÂMARA, PAULO [et al], *O Novo Direito dos Valores Mobiliários II, As Sociedades de Investimento Mobiliário para Fomento da Economia (SIMFE)*, Coimbra: Almedina, 2019, 127-138.
- CÂMARA, PAULO, *Conflito de Interesses no Direito Financeiro e Societário: Um Retrato Anatômico*, *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a partir da crise financeira*, Coimbra: Almedina, 2010, 10-74.
- CÂMARA, PAULO, *Los Fondos de Inversión en el Derecho Portugués*, *Revista del Derecho del Mercado de Valores*, n.º 5 (2009), 221-235.
- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª Ed. Coimbra: Almedina, (2018).
- CÂMARA, PAULO, *O Governação dos Bancos*, em III Congresso de Direito Bancário, (2018).
- CÂMARA, PAULO, *Os Fundos de Investimento*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. I, Coimbra: Almedina, (2011) 631-650.
- CÂMARA, PAULO, *Os Organismos de Investimento Coletivo em Portugal*, in *Revista de Direito das Sociedades Comerciais e dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, (2016).
- CÂMARA, PAULO, *The AFM's Governance and Remuneration Committees*, em DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive: European Regulation of Alternative Investment Funds*, Wolters Kluwer (2012), 237-251.
- CAPPIO, FILIPPO, FELLINE, VINCENZO, VEDANA, FABRIZIO, *I Fondi Immobiliari: Disciplina Civilística e Trattamento Fiscale*, ED. Egea, Milano, 2006.
- CHARITOU, ANDREAS / LOUCA, CHRISTODOULOS/ TSALAVOUTAS, IOANNIS, *Corporate Governance, Agency Problems, and Firm Performance: Empirical Evidence from an Emerging European Market* (2014), disponível em <https://ssrn.com/abstract=2221612>.
- COELHO, PEDRO SIMÕES, GUINÉ, ORLANDO VOGLER, *Substituição de entidade gestora de fundos de investimento alternativo*, *Estudos de advocacia em Homenagem a Vasco Vieira de Almeida*, (Coord. de PAULO OLAVO CUNHA), 1ª Ed., Coimbra: Almedina, (2017) 113 e ss.
- CORDEIRO, ANTÓNIO BARRETO MENEZES, *Do Trust no Direito Civil*, *Dissertação de Doutoramento em Direito e Ciências Jurídico-Civis*, Lisboa, (2013).

- CORDEIRO, ANTÓNIO BARRETO MENEZES, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a ed., Coimbra: Almedina, (2018).
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito Bancário*, 7^a Ed., Almedina, Coimbra, (2023).
- CORDEIRO, BARRETO MENEZES, *A modernização do setor imobiliário*, in *Revista Vida Judiciária*, n.º 191, (set./out. 2015).
- CORDEIRO, BARRETO MENEZES, *Veículos de investimento: função e diversidade*, in *Revista Vida Judiciária*, n.º 195, (maio-junho 2016).
- CORTE-REAL, JOÃO / GREGÓRIO, TOMÁS, *Fusões, Cisões e Transformações de OIC: um regime específico, Regime de Gestão de Ativos*, *Revista Vida Judiciária*, n.º 236, (maio/junho 2024).
- CRUZ, SIMÃO, *A importância do financiamento alternativo no imobiliário em Portugal, Vida Imobiliária*, disponível em <https://vidaimobiliaria.com/opinio/ importancia-financiamento-alternativo-imobiliario-portugal/>.
- CUMMING, DOUGLAS J. / VANACKER, TOM / ZAHRA, SHAKER, *Equity Crowdfunding And Governance: Toward An Integrative Model And Research Agenda*, *Academy of Management Perspectives* 2021, Vol. 35, N.º 1, 69–95.
- CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7^a Ed, Coimbra: Almedina, (2022).
- DALCHOW, ANDREAS, *Zur Bedeutung des Shareholder Value bei der Konkretisierung von Organpflichten in börsennotierten Aktiengesellschaften*, Peter Lang GmbH, Internationaler Verlag der Wissenschaften, 1.^a Ed. (2005).
- DIDIER FOLUS/ EMMANUEL BOUTRON, "Exit Strategies in Private Equity", in *Private Equity: Opportunities and Risks*, Baker, H.K., Filbeck, G. & Kiyamaz, H., 215-236, New York, USA, disponível em <https://www.researchgate.net/publication/299872017 Exit Strategies in Private Equity>
- DORFF, MICHAEL B., *The Siren Call of Equity Crowdfunding* (2013), disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2325634.
- DUARTE, DIOGO PEREIRA , “O Regulamento Europeu de *Crowdfunding* : risco de intermediação e conflitos de interesses”, *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisbon Law Review*, Vol. 63, n.º 1-2 (2022), 271-295.
- FARIA, MARIA TERESA VEIGA DE , *Sobre a qualificação fiscal dos rendimentos do resgate de unidades de participação em fundos de investimento*,

- Estudos em homenagem à Dra. Maria de Lourdes Órfão de Matos Correia e Vale, Caderno de ciência e técnica fiscal, n.º 171, 1995.
- FESTAS, DAVID OLIVEIRA, Das Inibições de Voto dos Sócios por Conflito de Interesses com a Sociedade nas Sociedades Anónimas e por Quotas, Dissertação de Doutoramento apresentada à Faculdade de Direito (2015).
 - FROMM, ANDREAS, *Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital*, Peter Lang, Frankfurt am Main, 2008.
 - GARCIA-TERUEL, ROSA M., *A legal approach to real estate crowdfunding platforms*, Working Paper N.º 1/2019, disponível em https://cohousingspain.org/wp-content/uploads/2017/04/crowdfunding-inmobiliario_paper-urv-gteruel_realestatecrowdfunding_compressed-1.pdf.
 - GERALDES, LUÍS ROQUETTE / CARDOSO, FRANCISCA SEARA, “Uma revolução chamada *crowdfunding*”, *IV Congresso DRS* (2016), 510 e ss.
 - GOMES, FÁTIMA, Os fundos de investimento na jurisprudência do STJ: identificação das questões suscitadas e das soluções propugnadas, in *CADERNOS MVM SOBRE OS 20 ANOS DA CMVM* (2020).
 - GOMES, JOSÉ FERREIRA, *Conflito de interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador*, Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro, Um balanço a partir da crise financeira, Coimbra:Almedina, 75-213.
 - GONÇALVES, RENATO, Notas sobre o novo regime jurídico dos organismos de investimento coletivo: perspetiva geral do diploma, normais gerais sobre organismos de investimento coletivo e entidades relacionadas: comentário I, in *CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS*, n.º 17 (agosto 2003), 37-48.
 - GRANIER, THIERRY/JAFFEUX, CORYNNE, *La Titrisation Aspects Juridique et Financier*, 2.^a Ed., Economica, Paris, (2004).
 - HARTZELL, DAVID / BAUM, ANDREW. E, *Real Estate Investment and Finance, Strategies, Structures, Decisions*, 2.^a Ed., Wiley, (2021).
 - HERNÁNDEZ SAINZ, ESTHER, “El crowdfunding inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿alegal o prohibida?”, *Revista de Estudios Europeos*, Ed. Universidad de Valladolid, N.º 70 (2017), 126-146.
 - HIRSCHAMANN, ALBERT, *Exit, Voice and Loyalty – Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, (1970).

- HORNUF, LARS/SCHILLING, TOBIAS / SCHWIENBACHER, ARMIN, *The relevance of investor rights in crowdfunding*, *Journal of Corporate Finance*, 77 (2022), disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119921000481?via%3Dihub>.
- HUSSON, TIM/MCCANN, CRAIG J. /TAVERAS, CARMEN, *A Non-Traded REITs Primer* (2012), disponível em <https://ssrn.com/abstract=2049502>.
- JAHNKE, PATRICK, *Asset Manager Stewardship and the Tension Between Fiduciary Duty and Social License*, 2019. Acessível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3307172>.
- JIMÉNEZ ALEMÁN, JOSÉ ALONZO, Análisis de los conflictos de interés en la financiación participativa: alertas y propuestas en un nuevo escenario de interacción financiera, *Revista de Derecho del Sistema Financiero* 1 (2021), 223-274, disponível em <https://doi.org/10.32029/2695-9569.01.07.2021>.
- JIMÉNEZ PARÍS, TERESA ASUNCIÓN, El crowdfunding inmobiliario en España: cuestiones resueltas y no resueltas por la ley de fomento de financiación empresarial, *Aspectos legales de la financiación en masa o Crowdfunding* / directora Matilde Cuenca Casas, 1.º Ed., Valencia: Tirant lo Blanch, (2020), 533-568.
- JOHN MORLEY, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, *The Yale Law Journal*, Vol. 123, n.º 5, 1228, Acessível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2240468> (consultado a 20 de agosto de 2024).
- LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES, *Fundos de Investimento*, *Revista de Direito Financeiro e de Mercados de Capitais*, Vol. 3, N.º 11, (2021), 621-639.
- LIAM COLLINS/YANNIS PLERRAKIS, *The Venture crowd: crowdfunding equity investment into business* (2012), 30-31, disponível em https://www.researchgate.net/publication/299267756_The_venture_crowd_Crowdfundin_g_equity_investment_into_business.
- LOPES, INÊS DIAS, *Equity crowdfunding. A governação da sociedade financiada*, *DSR* (2018), 725-768.
- LOWENSTEIN, LOUIS, *Beating the Wall Street Rule with a Stick and a Carrot*, *Banking L.* Vol. 7 (1998).
- MACHADO, FRANCISCO SOARES, “Os modelos de governo das SIGI”, *Governance Lab*, 2019, disponível em <https://governancelab.org/os-modelos-de-governo-das-sigi/>.
- MÃE, CARLA RODRIGUES DA / MATIAS, TIAGO DOS SANTOS / *O (novo) Regime da Gestão de Ativos, Regime de Gestão de Ativos*, *Revista Vida Judiciária*, n.º 236, (maio/junho 2024), 14-17.

- MAFRA, DIOGO, Regime da Gestão de Ativos – da elegibilidade de ativos onerados por hipoteca ou penhor em Organismos de Investimento Alternativo Imobiliários, Regime de Gestão de Ativos, Revista Vida Judiciária, n.º 236, (maio/junho 2024).
- MAGALHÃES, PEDRO JORGE, Governação Societário e a Sustentabilidade da Empresa - Stakeholders Model Vs Shareholders Model, Coimbra:Almedina, (2019).
- MAIA, PEDRO, “Corporate Governance em Portugal”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coimbra: Almedina (2012).
- MAIA, PEDRO, *Voto e Corporate Governance*, Coimbra:Almedina, (2019).
- MANUEL, LOURENÇO, Mecanismos de Proteção do Investidor no Mercado de Valores Mobiliários, Editora Casa das Ideias, 1.ª Ed., Angola (2018).
- MARTINS, ANTÓNIO QUEIROZ/ CARDOSO, FRANCISCA SEARA, *Crowdfunding imobiliário, uma realidade?*, Vida Imobiliária, 80-81, disponível aqui https://www.mlgtts.pt/xms/files/v1/Comunicacao/Imprensa/2017/Vida_Imobiliaria_AO_AQM_FAC_Crowdfunding_imobiliario_uma_realidade_OUT2017.pdf.
- MARTINS, MARIA CARVALHO / GUERREIRO, DIOGO SAÚDE, *Deveres de Reporte no RRGGA: A Brave New World – Um Admirável mundo novo?*, disponível em <https://fundspeople.com/pt/opiniao/deveres-de-reporte-no-rrga-a-brave-new-world-um-admiravel-mundo-novo/>.
- MATIAS, TIAGO DOS SANTOS E JOÃO PEDRO A. LUÍS, Fundos de Investimento em Portugal, Análise do Regime Jurídico e Tributário, Coimbra: Almedina, (2008).
- MATIAS, TIAGO DOS SANTOS, O olho do dono engorda o cavalo: Algumas questões atuais dos fundos de investimento enquanto investidores institucionais, em *Acionistas e Governação das Sociedades*, Coimbra: Almedina (2019), 261-284.
- MENDES, EVARISTO, *SIC*, 2024, disponível em https://www.evaristomendes.eu/p_1_34.html#_edn1.
- MOLONEU, NIAMH, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 4ª Ed., (2023).
- MORLEY, JOHN, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, The Yale Law Journal, Vol. 123, n.º 5. Acessível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2240468> (consultado a 26 de julho de 2024).
- NUNES, PEDRO CAETANO, Os modelos de governação das sociedades anónimas – Os poderes-deveres dos *non-executive directors*, *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra:Almedina 2016, 51-77.

- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate Finance*, 3ª Ed., Almedina, 2024.
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governação das Sociedades*, Coimbra: Almedina, (2018).
- OSÓRIO, JOÃO, *Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária – O Problema do Objeto Social*, Coimbra: Almedina, (2022).
- PAIS, MANUEL ALEXANDRE PINTO CALDEIRA, *Valorização do ativo imobiliário dos fundos de investimento imobiliário portugueses e suas características*, in *CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS*, n.º 43, (dez. 2012).
- PEZARD, ALICE, *Droit des Marchés Monétaire et Bousier*, Editions du J.N.A, Paris, 1994
- PICHLER, FLAVIO/ ILARIA TEZZA, “*Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review*”, in *Crowdfunding for SMEs: A European Perspective*, Roberto Bottiglia & Flavio Pichler (Editors), Palgrave Macmillan, Verona (2014).
- PILAR MUÑOZ , MARÍA DEL, *Equity Crowdfunding Problemática societaria*, Working Paper IE Law School, AJ8-224 (2015).
- PINHO, CATARINA ROMÃO, *Os fundos de investimento mobiliário no Direito Português: natureza jurídica e exercício do direito de voto pela entidade gestora*, RDS, IV, n.º 1, Almedina, 2012.
- PINTO, JOSÉ COSTA (Coord.), *A emergência e o futuro do corporate governance em Portugal*, Coimbra: Almedina, (2023).
- RODRIGUES, USHA, *Corporate Governance in an age of separation of ownership from ownership*, 95, Minn. L. Rev. (2011), 1822-1866, disponível em https://www.minnesotalawreview.org/wpcontent/uploads/2019/07/Rodrigues_PDF1.pdf.
- ROSA, JOSÉ GONZANA, *Diretiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo: requisitos operacionais de funcionamento e deveres de conduta*, n.º 2, RDFMC, (2022), 171-223.
- ROYO-VILLANOVA/SEGISMUNDO ÁLVAREZ, *Crowdfunding de inversiones (equity crowdfunding)*, in *Aspectos legales de la financiación en masa o Crowdfunding / directora Matilde Cuenca Casas*, 1.º Ed., Valencia: Tirant lo Blanch, (2020), 323-359.
- SANTOS, HUGO MOREDO, *Um governação para os fundos de investimento*, O Governação das Organizações – A vocação universal do corporate governance, Coimbra: Almedina, (2011) 371-414.

- SANTOS, JOÃO VIEIRA DOS, *Regulação de formas de financiamento empresarial FinTech: em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offerings*, Abreu Advogados, Almedina, (2022).
- SEEGBARTH, NILS, *Haftung der Depotbank im Investment-Dreieck*, Peter Lang: Frankfurt am Main, (2004).
- SILVA, FERNANDO NUNES, *Governança de Organismos de Investimento Coletivo, Análise Crítica do Modelo Vigente em Portugal*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 21, CMVM, (2025).
- SILVA, JOÃO SOARES DA, *A Propósito de Corporate Governance e de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Escritos Vários, Coimbra: Almedina, 2018.
- SILVA, PAULA COSTA E, *Organismos de Investimento Coletivo e Imputação de Direitos de Voto*, in *CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS*, n.º 26, (2007).
- SOTELO, RAMON / MCGREAL, STANLEY, *Real Estate Investment Trusts in Europe: Evolution, Regulation, and Opportunities for Growth*, 2013, disponível em <https://www.researchgate.net/publication/292023696> *Real estate investment trusts in Europe Evolution regulation and opportunities for growth*.
- SOUSA, LUÍS LAGINHA DE, *Tendências, desafios e caminhos da evolução do Regime da Gestão de Ativos*, Regime de Gestão de Ativos, Revista Vida Judiciária, n.º 236, (maio/junho 2024).
- SUBTIL, ANTÓNIO RAPOSO, *Veículos de Investimento Imobiliário, Regime de Gestão de Ativos*, Revista Vida Judiciária, n.º 236, (maio/junho 2024).
- SUMBA, ARMANDO, *Crowdinvesting e a proteção do investidor: vantagens e limites do financiamento colaborativo de empresas em Portugal*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, *Lisbon Law Review*, Vol. LXIII (2022) 1 e 2, 237-270.
- TEIXEIRA, ANA NUNES / PINTO, RUI VASCONCELOS, *Os loan funds no ordenamento jurídico nacional: um novo veículo de financiamento alternativo ao crédito bancário*, Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, Vol. 2, n.º 8, (2020) 225-237
- TEIXEIRA, MARIA EMÍLIA (Coord.), *Temas de Direito Bancário e dos Valores Mobiliários*, Almedina, (2022).
- TOMÉ, MARIA JOÃO ROMÃO CARNEIRO VAZ, *A propósito dos fundos de investimento imobiliário fechados de subscrição particular: Duas questões*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, (2008).

- TOMÉ, MARIA JOÃO ROMÃO CARNEIRO VAZ, *A Propriedade Fiduciária (Trust)*, Estudo para a sua consagração no Direito Português, Coimbra: Almedina, (1999).
- TOMÉ, MARIA VAZ, *Aspetos Financeiros e Cíveis dos Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Coimbra Editora, (1999).
- TURNER, ADAIR, *The Turner Review, A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, Financial Services Authority (2009).
- VASCONCELOS, MIGUEL PESTANA, *Direito das Garantias*, 4.^a Ed., Coimbra:Almedina, (2004).
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS, *O Mandato Bancário*, Estudos em Homenagem aos Professor Doutor Inocêncio Galvão Teles, Vol. II, (2002).
- VEIGA, ALEXANDRE BRANDÃO DA, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário. Regime Jurídico*, Coimbra: Almedina (1999).
- VEIGA, ALEXANDRE BRANDÃO DA, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário – Regime Jurídico*, Coimbra: Almedina, (1999).
- Veiga, Alexandre Brandão da, *Três Problemas Dogmáticos dos Fundos de Investimento*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, CMVM, N.º 8, Agosto, (2000).
- VELUDO, JOANA, *A gestão nas SICAFI heterogeridas: Conselho de Administração e Entidade Gestora – who is in charge?*, RDFMC (2022), 567-616.
- VIEIRA, ANA ISABEL, *Organismos de investimento coletivo sob forma societária – Um novo tipo societário?*, *Revista de Direito das Sociedades*, Vol. VIII, n.º 2 (2016).
- WEGMAN, ELISABETH, *Investor protection: Towards additional EU regulation of investment funds?* Scholarly Publications Leiden University, (2016).
- WÜRZBURG, STEFAN FRANZ LÖHR AUS, *Betrügerisches Verhalten bei geschlossenen Fonds: Eine Analyse aus ökonomischer und rechtlicher Perspektive*, Dissertação de doutoramento apresentada à Faculdade de Economia de *Technischen Universität Chemnitz*, 2018, 441-443 e NILS SEEGBARTH, *Haftung der Depotbank im Investment-Dreieck*, Peter Lang: Frankfurt am Main, 2004.
- ZETZSCHE, DIRK (Ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Kluwer: Alphen aan den Rijn (2020).
- ZETZSCHE, DIRK / ECKNER, DAVID, *Appointment, authorization, and organization of the AIFM*, em DIRK ZETZSCHE (Ed.), *The Alternative Investment Funds Managers Directive* (2020), 188-230.

JURISPRUDÊNCIA NACIONAL

- Ac. do Tribunal Constitucional de 20 de junho de 2024, Processo nº 1302/23 (DORA LUCAS NETO), disponível em www.dgsi.pt.
- Ac. do Supremo Tribunal da Justiça (FÁTIMA GOMES), 13 novembro 2018, disponível em www.dgsi.pt.
- Ac. do Supremo Tribunal da Justiça (CATARINA SERRA) 05 dezembro 2019, disponível em www.dgsi.pt.
- Ac. do Tribunal da Relação de Lisboa (MARIA JOSÉ MOURO), 10 março 2022, disponível em www.dgsi.pt.

JURISPRUDÊNCIA ESTRANGEIRA

- *Supreme Court Britânico Asset Land Investment Plc V The Financial Conduct Authority* (2016) UKSC 17, de 20 de abril de 2016, disponível em <https://www.supremecourt.uk/cases/docs/uksc-2014-0150-judgment.pdf>.

OUTRAS FONTES

- **CMVM:** <https://www.cmvm.pt/>
 - **CMVM**, Documento de Consulta Pública n.º 2/2021.
 - **CMVM**, Relatório de consulta pública relativa ao regulamento que concretiza o Regime de Gestão de Ativos, 2023.
- **ESMA:** <http://www.esma.europa.eu>
 - ESMA, Final report – ESMA’s technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive, ESMA/2011/379, 16 Novembro, 2011, 53–55.
 - ESMA, Questions and Answers, Application of the UCITS Directive.
 - ESMA, Questions and Answers, On the European crowdfunding service providers for business Regulation.
- **IOSCO:** www.iosco.org
 - IOSCO, Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes (1994).

- IOSCO, Examination of Governance for Collective Investment Schemes (Part I) – Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commission, Junho de 2006.

ERRATA DA DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

“Estruturas jurídicas e modelos de governação do investimento imobiliário: uma análise integrada”

Página	Parágrafo	Linha	Onde se lê	Deve ler-se
5	1	10	Tal como	Tais como
16	2	3-4	Sociedades de investimentos imobiliários	Sociedades de investimento imobiliário
18	1	1-2	torna	, tornando
18	3	4	incrementava	incrementaria
21	3	1	sector	setor
25	1	1	O governação societário	A governação societária
25	Nota de rodapé n.º 40	8	Relatado BERLE E MEANS	Relatado por BERLE E MEANS
26	Nota de rodapé n.º 42	17	Um governação	Um governo
27	Nota de rodapé n.º 46	3	Intermediárias financeiros	Intermediários financeiros
32	2	11	as quais	os quais
33	Nota de rodapé n.º 62	2	que pedra de toque	que a pedra de toque
33	Nota de rodapé n.º 64	3	OPC	OIC
34	2	9	impactam	impacta
39	3	5	em geral	, em geral,
39	3	7	, têm	–, tem
39	3	8	gerido	gerida
59	Outras Fontes	Todos os nomes de organismos estrangeiros e títulos de documentos internacionais devem ser apresentados em itálico.		