

Universidade Católica Portuguesa

Faculdade de Direito

Escola de Lisboa



CATOLICA  
FACULDADE DE DIREITO

---

ESCOLA DE LISBOA

**AS SOCIEDADES DE INVESTIMENTO E GESTÃO IMOBILIÁRIA**

**UMA PERSPETIVA JUS-SOCIETÁRIA**

Carolina Constâncio Serrano Rodrigues Correia

Dissertação orientada pelo Dr. Jorge Brito Pereira, no âmbito do Mestrado Direito e  
Gestão

Março 2022

## **Agradecimentos**

À minha mãe por ser a primeira a acreditar, ao meu pai por ser o professor de todas as horas e ao meu irmão pela ajuda nas horas cruciais.

Aos meus Avós, por terem sido os pioneiros da família e que sem eles nada era possível.

Um especial agradecimento ao Professor Jorge Brito Pereira pela orientação ao longo de todo este processo, por me ter ajudado a conciliar o trabalho com a dissertação, bem como por toda a disponibilidade demonstrada desde o primeiro dia, tanto no esclarecimento das dúvidas que foram surgindo como nas oportunas e relevantes sugestões. Na verdade, por todo o seu apoio que foi imprescindível para a elaboração da presente dissertação.

À J+Legal por tão bem me ter acolhido, por me fazer crescer social e profissionalmente e, principalmente, por me incentivar todos os dias a trabalhar para me tornar numa profissional de excelência, tendo, claramente, o percurso facilitado quando todos os dias trabalho com os melhores.

## Índice

Abreviaturas.....	4
Introdução.....	6
Capítulo I.....	9
1. <i>Real Estate Investment Trust</i> .....	9
1.1. Caracterização .....	9
1.2. Enquadramento Jurídico do Mercado Imobiliário .....	10
1.3. O Mercado Português.....	15
1.4. A Problemática do Investimento Direto Estrangeiro .....	17
Capítulo II.....	20
2. As Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliárias.....	20
2.1. Caracterização .....	20
2.2. Os vários tipos de SIGI .....	23
2.3. Vantagens .....	25
Capítulo III .....	29
3. O Regime Português.....	29
3.1. Requisitos.....	29
3.2. Análise Comparativa .....	41
Conclusão .....	46
Bibliografia.....	49
Sites Utilizados.....	51

## **Abreviaturas**

art.º - artigo

arts. – artigos

Cfr. – Conferir

CIRC - Código do Imposto sobre as Pessoas Coletivas

CIRS – Código do Imposto sobre as Pessoas Singulares

Cit. - citada

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL – Decreto-Lei

EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais

FIA – Fundos de Investimento Alternativo

FII - Fundos de Investimento Imobiliário

FIIA – Fundos de Investimento Imobiliário Abertos

IMI – Imposto Municipal sobre Imóveis

IMT – Imposto Municipal sobre as Transações Onerosas de Imóveis

IRC – Imposto sobre o Rendimentos das Pessoas Coletivas

IRS - Imposto sobre o Rendimentos das Pessoas Singulares

n.º - número

ob. - obra

OIC - Organismos de Investimento Coletivo

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Micro, Pequenas e Médias Empresas

pp. – páginas

REIT – *Real Estate Investment Trust*

RGOIC - Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo

S.A. – Sociedade Anónima

SIGI – Sociedade de Investimento e Gestão Imobiliária

SII – Sociedade de Investimento Imobiliário

SOCIMI – *Sociedades Anónima Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario*

ss. – seguintes

UE – União Europeia

V. – Ver

Vd. - *Vide*

Vol. – Volume

## Introdução

Os *Real Estate Investment Trusts* (REITs)<sup>1</sup> constituem uma figura jurídica cuja origem remonta aos Estados Unidos da América na década de 1960. A 14 de Setembro de 1960, o Presidente Dwight D. Eisenhower aprovou a legislação (*REIT act*) que trouxe uma nova abordagem ao investimento imobiliário produtivo, combinando eficientemente o investimento imobiliário com o investimento em veículos cotados na bolsa.

Os REITs apresentam-se como entidades que se dedicam à detenção e administração de ativos imobiliários assumindo, geralmente, a figura de sociedades anónimas detidas e governadas por acionistas ou participantes. A exigência ou não de cotação em mercado bolsista depende do enquadramento que estas entidades têm no sistema jurídico de cada país.

Esta abordagem, inexistente até aquela data, constituiu a possibilidade de todos os tipos de investidores poderem investir em imóveis comerciais. Principalmente, os que normalmente não teriam acesso a estes ativos através de investimento direto, pela avultada capacidade financeira necessária para o efeito.

As características acima referidas fazem dos REITs um tipo de veículo de investimento vocacionado para proporcionar liquidez acrescida. Graças à negociação dos títulos em mercados organizados e à obrigação de distribuições recorrentes dos lucros obtidos, os investidores institucionais e privados têm a possibilidade de investir em ativos complexos que comportam uma gestão especializada.

Segundo a *National Association of Real Estate Investment Trust* neste momento existem mais de 200 REITs nos Estados Unidos, com uma capitalização de mercado superior a \$ 1.000.000 milhões. Estima-se que 80 milhões de americanos investem nestes veículos, diretamente ou através de fundos de pensões ou através de outro tipo de sociedades de investimento<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Sobre os REITs em geral, vd. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, OFFICE OF INVESTOR EDUCATION AND ADVOCACY, *Investor Bulletin: Real Estate Investment Trusts (REITs)* (2011), disponível em: <https://www.sec.gov/files/reits.pdf>.

<sup>2</sup> NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (NAREIT), disponível em <https://www.reit.com/data-research>.

Atualmente, existem diversos veículos similares por todo o mundo, tendo a figura sido adotada em, pelo menos, 42 países<sup>3</sup>. Na Europa, contamos, entre outros, com os Países Baixos, que foram pioneiros na Europa, (*Fiscale Beleggingsinstelling – FIB-*), com a Bélgica (*Société Immobilière Réglementée – SIR-*), com a França (*Société d'investissements Immobiliers Cotées -SIIC-*), com a Alemanha (*German REIT*) e Reino Unido (*UK REIT*).

Em Portugal, com o objetivo de atrair investimento estrangeiro, reforçando a competitividade no mercado imobiliário nacional, o legislador aprovou o regime jurídico das Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária (SIGI), regido pelo Decreto-lei n.º 19/2019<sup>4</sup>, de 28 de janeiro, alterado pela Lei 97/2019, de 4 de setembro.

Contudo, volvidos 3 anos após a entrada em vigor do regime, apenas contamos com uma<sup>5</sup> SIGI a atuar no mercado português, certamente muito aquém da expectativa do legislador e das necessidades da comunidade. Tal situação carece de análise, apesar da necessária consideração na queda dos mercados bolsistas, no ano de 2020, da maioria dos países europeus, incluindo Portugal. A queda foi influenciada pelo contexto pandémico, mas também pela incerteza geopolítica internacional e pela crise económica global<sup>6</sup>.

Destarte, a presente análise tentará apurar as razões do insucesso do diploma legal tendo em consideração a evolução dos REITs e dos mercados de capitais nos outros países, principalmente europeus, e, em consequência, apresentaremos sugestões que poderão levar à prossecução dos objetivos inicialmente visados pelo Diploma<sup>7</sup>.

---

<sup>3</sup> EPRA – EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION, *EPRA Global REIT Survey, A Comparison of the major REIT regimes around the world*, European Public Real Estate Association (2021), disponível em: [EPRA Global REIT Survey 2021\\_v5\\_1630572816126.0.pdf](https://www.epra.com/~/media/2021/05/1630572816126.0.pdf).

<sup>4</sup> Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro, na redação que lhe foi conferido pela Lei n.º 97/2019, de 4 de setembro.

<sup>5</sup> Os dados obtidos através da Global Real Estate Total Markets Table Q4 – 2021, disponível em [EPRA Total Markets Table - Q4-2021\\_1644422658634.pdf](https://www.epra.com/~/media/2021/04/1644422658634.pdf), em particular, pp. 3, apontam para a existência de 2 SIGI em Portugal. Contudo, após longa pesquisa, consideramos ser um lapso. A única SIGI alguma vez cotada em bolsa é a Olimpo Real Estate Portugal, SIGI, S.A. (ORES Portugal).

<sup>6</sup> Vd. COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório Sobre os Mercados de Valores Mobiliários (2020)*, disponível em [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/relatorio\\_valores\\_mobiliarios/Documents/CMVM-Relat%C3%B3rio%20sobre%20os%20Mercados-2020-23.07.21.pdf](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/relatorio_valores_mobiliarios/Documents/CMVM-Relat%C3%B3rio%20sobre%20os%20Mercados-2020-23.07.21.pdf).

<sup>7</sup> Tal como aconteceu em Portugal, os demais países que estudaram a possibilidade de regular os REITs anteviram um regime de sucesso que fosse, sobretudo, impulsionar o mercado de capitais. Sobre a previsão do regime jurídico alemão dos REITs veja-se HSBC TRINKAUS & BURKHARDT, *German Real Estate (2004)*, pp. 54, disponível em [https://www.deutscheuroshop.de/media/public/db/media/1/2010/10/133/germanrealestate1204\\_eng.pdf](https://www.deutscheuroshop.de/media/public/db/media/1/2010/10/133/germanrealestate1204_eng.pdf): “Therefore, a G-REIT

Assim e como resultado da análise e estudo efetuado na presente dissertação, iremos sugerir uma nova alteração à lei em consonância com as pretensões do tecido económico, nomeadamente o externo, as quais esbarram sistematicamente com o regime legal que tem impedido o sucesso da figura o que, em última instância, prejudica o interesse nacional por via da diminuição do pretendido investimento estrangeiro.

**Palavras-Chave:** Sociedades Gestoras de Investimento Imobiliário, Real Estate Investment Trust, REIT, SIGI, Investimento Direto Estrangeiro, Mercado de Capitais.

---

*would be beneficial for both the real estate industry and the government. The advantages for the real estate industry would be a more liquid real estate market, greater transparency due to higher reporting requirements for G-REITs, increased attention of equity analysts covering REITs, a liquid REIT market and last but not least improved efficiency in companies able to redirect equity capital into their core operations.”.*

## Capítulo I

### 1. *Real Estate Investment Trust*

#### 1.1. Caracterização

Os REITs combinam um regime fiscal concebido para evitar a dupla tributação e uma gestão especializada com a sua cotação na bolsa, proporcionando liquidez aos investimentos que, devido à sua natureza imobiliária, podiam inicialmente ser vistos como ilíquidos. Uma terceira característica destes veículos de investimento, intimamente ligada aos dois anteriores, é a obrigação de distribuir regularmente os seus lucros, o que também proporciona uma expectativa de liquidez aos investidores.

Uma das particularidades do regime fiscal especial dos REITs é a não tributação do veículo, combinada com a obrigação de distribuir grande parte dos seus lucros, de modo que sejam estes os tributados. Desta forma, o regime jurídico dos REITs evita uma das grandes preocupações dos investidores, a dupla tributação, tornando-se esta uma das características mais atrativas para os investidores<sup>8</sup>.

É importante referir que a não tributação dos rendimentos por parte do REIT não pretende privilegiar o investimento imobiliário em comparação com o investimento em outros sectores, mas simplesmente evitar a dupla tributação económica que ocorreria se o mesmo rendimento fosse tributado na entidade, acumulado com a tributação sob a forma de dividendos. Daí que, ao isentar o REIT da tributação, é imposta a obrigação de distribuir regularmente os lucros aos acionistas, uma vez que, de outra forma, poderia levar a um adiamento indefinido da tributação sobre os lucros obtidos em detrimento dos cofres públicos e distorceria a concorrência com outras formas de investimento tributadas nessa sede.

Finalmente, a supervisão<sup>9</sup> e controlo por parte da entidade reguladora do mercado às entidades cotadas, bem como a gestão especializada de ativos complexos, proporcionam maior segurança e confiança aos investidores num sector em que estes títulos são particularmente atrativos.

---

<sup>8</sup> Cfr. *infra* §2.3, e).

<sup>9</sup> Neste sentido, v. por todos PAULO CÂMARA “*Em sentido restrito, a supervisão representa a atividade administrativa de vigilância permanente de atos, pessoas e documentos, tendo em vista prevenir, detetar e perseguir ilícitos e evitar e remediar perturbações no mercado.*” PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.º Edição, Almedina (2018).

Aqui chegados, podemos concluir que os REITs são veículos de investimento imobiliário que partilham, tipicamente, as seguintes características:

- São veículos de investimento regulamentados cujo objeto principal é o arrendamento de imóveis, por regra, urbanos;
- Adotam o tipo de sociedade anónima<sup>10</sup>;
- A regulamentação que lhes é aplicável permitir-lhes-á investir em diferentes tipos de ativos, tais como imóveis residenciais, comerciais ou logísticos;
- Têm uma gestão de ativos altamente especializada;
- São veículos cotados cujos títulos são negociados em mercados organizados;
- São obrigados a distribuir regularmente aos investidores uma grande parte dos lucros obtidos; e
- O rendimento obtido pelo REIT não é tributado no veículo, mas no rendimento tributável dos investidores.

## 1.2. Enquadramento Jurídico do Mercado Imobiliário

Em Portugal, o Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário (RJFII) foi introduzido em 1985, através do Decreto-Lei n.º 246/85, de 12 de julho, tendo os primeiros FII<sup>11</sup> surgido em 1987, ano em que foram iniciadas as concessões de benefícios fiscais a estas estruturas. Ao longo dos anos, o RJFII tem vindo a sofrer várias alterações de forma a melhor se adaptar às necessidades do mercado.

---

<sup>10</sup> Uma vez que na maior parte dos regimes, é obrigatório a adoção do tipo de sociedade anónima, faz sentido levantarmos a questão da utilização do termo *trust* quando nos referimos aos REITs ser (ou não) espontânea. Um *trust* não é mais do que um contrato entre um fideicomissário e um fiduciário, pelo qual o fideicomissário entrega ao fiduciário um património para administração e gestão a favor de um beneficiário, que pode muito bem ser diferente do fideicomissário. Portanto, uma das características essenciais de um *trust* é a existência de um gestor ou administrador diferente do proprietário dos bens administrados. Os *trusts* não têm personalidade jurídica e, do ponto de vista fiscal, são normalmente entidades transparentes, o que significa que não são tributáveis sobre o rendimento que geram, mas normalmente transmitem-no aos proprietários dos bens ou aos beneficiários, que serão tributados sobre o mesmo. Importa, ainda, referir que em Portugal o *trust* não é uma figura reconhecida pela legislação. No entanto, já alguns autores têm defendido que é possível a compatibilização da figura jurídica do *trust* com o regime português. Neste sentido ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Do trust no direito civil*, Coimbra, Almedina (2014) e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria geral do direito civil*, Coimbra, Almedina (2012), pp. 485. Pelo exposto, podemos apresentar duas características do *trust* facilmente identificáveis e também definidoras do REIT: a gestão especializada e independente dos investidores e a não tributação dos rendimentos obtidos no veículo de investimento, mas exclusivamente ao nível dos investidores aquando da passagem dos rendimentos para a sua esfera pessoal.

<sup>11</sup> Sobre Fundos de Investimento Imobiliário em geral, V. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit. pp. 9.

Os FII<sup>12</sup> tinham como objetivo dinamizar o mercado e proporcionar aos pequenos investidores o acesso ao investimento em ativos imobiliários, através de um produto de poupança com rentabilidades estáveis numa perspetiva de médio e longo prazo e atrativo do ponto de vista fiscal.

O atual diploma do RJFII, o Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de junho, na redação introduzida pela Retificação n.º 24/2010, de 17 de agosto, distingue, no seu artigo 3.º do Anexo II, três tipos de FII: os fundos de investimento imobiliário abertos (FIIA); os fundos de investimento imobiliário fechados (FIIF) e os fundos de investimento imobiliários mistos (FIIM).

Importa, desde já, referir que com a criação dos FIIA o imobiliário passou a constituir uma alternativa ao investimento em produtos mobiliários e ao mercado de capitais. Os fundos abertos são aqueles cujo capital é variável, está sempre disponível para ser subscrito e, consecutivamente, para ser resgatado, por oposição aos fundos fechados cuja subscrição só é possível durante um período estabelecido e o resgate na mesma forma. Em consequência, a criação dos primeiros FIIA marcou a abertura do mercado de investimento imobiliário aos pequenos investidores.

O investimento em imobiliário pode ser efetuado de forma direta ou indireta. Uma vez que a detenção direta de ativos imobiliários implica uma grande disponibilidade financeira e acaba por limitar, tanto em número como em tipos de ativos, a carteira de investimentos, os veículos de investimento indireto tornam-se cada vez mais uma solução às limitações introduzidas pela detenção direta de investimentos tão avultados.

Os veículos de investimento indireto são constituídos pelas tradicionais sociedades comerciais, nas quais o investidor detém uma quota ou um conjunto de ações, pelos fundos de investimento imobiliário (FII), em que possui unidades de participação e que se caracterizam pelas vantagens fiscais, pela gestão especializada e pelas vantagens introduzidas pelas sociedades de investimento imobiliário (SIIMO).

---

<sup>12</sup> Sobre os Fundos de Investimento Imobiliário CARMEN SYLVIA PARKINSON, CRISTINA BOGADO MENEZES, PEDRO GAIVÃO, ANTÓNIO RAPOSO SUBTIL, *Fundos de Investimento Imobiliário – Brasil e Portugal*, 2.º Edição, Vida Económica (2010), pp. 75 e ss.

As SIIMO<sup>13</sup> foram introduzidas pela *supra* referida alteração legislativa de 2010, ainda em vigor, que criou a possibilidade de constituir FII sob a forma societária. Posto isto, estas sociedades distinguem-se do FII na forma de administração já que têm a possibilidade de serem autogeridas<sup>14</sup> e por serem dotadas de personalidade jurídica de acordo com o CSC.

Desta forma, as SIIMO introduziram mais uma possibilidade de agrupamento de investidores e contribuíram para a dinamização do mercado imobiliário. Por outro lado, essa alteração legislativa constituiu um importante passo para a introdução das SIGI<sup>15</sup>.

Por outro lado, ainda no âmbito das FIIF, podemos nos deparar com mais um veículo de investimento: os Fundos de Investimento Imobiliário de Arrendamento Habitacional (FIIAH), previstos no artigo 104.º da Lei de Orçamento de Estado 2009, Lei n.º 64-A/2008, de 31 de dezembro e regulados pela Portaria n.º 1553-A/2008, de 31 de dezembro.

Uma das principais marcas distintivas dos FIIAH consiste na possibilidade de celebração de um contrato de arrendamento entre a entidade gestora do fundo e os mutuários de contrato de crédito à habitação que procedem à alienação do imóvel objeto do contrato a um FIIAH. Este contrato de arrendamento diminui a prestação mensal a pagar por parte do anterior proprietário, já que o valor da renda mensal que o titular do contrato de arrendamento terá que pagar mais não é do que a remuneração dos capitais investidos pelo FIIAH na aquisição do imóvel. Este fundo de investimento tornou-se uma grande solução para as famílias, uma vez que têm a possibilidade de ficarem titulares de um contrato de opção de compra que pode ser exercida mais tarde<sup>16</sup>.

---

<sup>13</sup> Sobre Sociedades de Investimento Imobiliário em geral, Vd. por todos, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit. pp. 9.

<sup>14</sup> Artigo 58.º-I do Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de junho.

<sup>15</sup> Importa destacar que as SIIMO são uma figura jurídica que goza não apenas de reconhecimento pelo direito comunitário, mas também de uma forte implantação em diversos Estados Membros da União Europeia. Esta alteração legislativa representou mais um passo decisivo para a aproximação do ordenamento jurídico português aos restantes ordenamentos jurídicos europeus, permitindo, deste modo, aos agentes económicos nacionais competir em regime de igualdade no que respeita aos veículos de investimento disponíveis em cada um dos Estados Membros. Por outro lado, com este novo diploma, reforça-se o papel desempenhado, no plano nacional, pelos FII enquanto instrumento privilegiado de investimento e de captação de poupanças junto do público em geral.

<sup>16</sup> Sobre a opção de compra do imóvel objeto de um contrato de arrendamento com o FIIAH, Vd. PAULO CÂMARA “*O exercício da opção de compra é realizado com base no valor, susceptível de atualização, da alienação do imóvel ao FIIAH. A susceptibilidade de atualização, neste quadro, significa que a atualização apenas é devida se prevista contratualmente*”. Refere, também, que “*Esta configuração aproxima o*

O arrendatário que não pretenda exercer a opção de compra tem direito a receber o valor correspondente à diferença entre o valor da alienação futura do imóvel a terceiros e o valor atualizado de aquisição desse imóvel pelo FIIAH, deduzidos os custos de colocação do imóvel, em condições normais de utilização e de eventuais rendas vencidas e não pagas.<sup>17</sup>

De forma a incentivar a constituição de FIIAH, foi criado um regime fiscal mais favorável, assente num conjunto amplo de benefícios fiscais<sup>18</sup> que vigorou até 31 de dezembro de 2020, data a partir do qual é aplicável o regime geral dos fundos de investimento imobiliário.

Aqui chegados, importa evidenciar uma distinção entre os REITs e os FII. O valor de mercado dos REITs cotadas em bolsa é aferido através do valor das ações que compara diretamente o valor obtido a partir das avaliações efetuadas por avaliadores independentes ao portfolio de ativos, constituindo o diferencial de valores, positivo ou negativo, o entendimento que o mercado faz da consistência da gestão do veículo.

Pelo contrário, nos FII as entidades que as gerem são remuneradas em função da valorização do portfolio de ativos que é obtida a partir das avaliações efetuadas pelos avaliadores independentes. Esta forma de funcionamento pode, de certa forma, colocar em causa a transparência do veículo e dos seus gestores, surgindo assim os tradicionais problemas de agência<sup>19</sup>, que assumem especial relevância no mercado português, tradicionalmente pouco líquido e caracterizado pela reduzida rotação de ativos, dando origem a valorizações irrealistas dos ativos que podem conduzir a impactos prejudiciais junto dos investidores.

Por outro lado, a gestão das estruturas tipo REIT é geralmente efetuada internamente, mitigando este tipo de problemas que podem surgir no caso dos FII. Acresce que a

---

*contrato celebrado da locação financeira restitutiva. Também aqui há uma união de contratos: compra e venda e arrendamento, a que está associado um direito de recompra, de natureza potestativa. Pode, neste sentido, afirmar-se estarmos perante um arrendamento restitutivo”* Vd. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit. pp. 9.

<sup>17</sup> Artigo 4.º, n.ºs 1 e 3 da Portaria n.º 1553-A/2008, de 31 de dezembro.

<sup>18</sup> Os FIIAH caracterizavam-se por serem mais vantajosos, do ponto de vista fiscal face aos restantes FII, dado que estavam isentos de IMT, IMI, Imposto de Selo, IRC e das taxas de supervisão, estavam ainda os seus participantes isentos de IRC e de IRS sobre os rendimentos distribuídos pelo fundo.

<sup>19</sup> Sobre o problema de Agência, MICHAEL. C. JENSEN, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review* 76(2), (1986) e JOHN ARMOUR, HENRY HANSMANN E REINIER KRAAKMAM, *Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement* (2009), artigo disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436555>.

obrigação de distribuição elevada de dividendos obriga o veículo a consultar frequentemente o mercado com o objetivo de obter capital para realizar novos investimentos, conduzindo deste modo ao aumento de escrutínio e da transparência na gestão e, conseqüentemente, do empenho dos gestores em apresentar resultados atrativos e fiáveis aos acionistas.

Ainda no âmbito do estudo sobre a evolução dos regimes jurídicos em torno do investimento imobiliário, a Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro aprovou o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC)<sup>20</sup>. Os OIC são instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm por finalidade o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores, estando o seu funcionamento sujeito a um princípio de repartição de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes.

Os OIC subdividem-se em diversos tipos, sendo os que têm particular interesse para a nossa dissertação os Organismos de Investimento Imobiliário (OII), que são organismos fechados ou abertos cujo objeto é um investimento em ativos imobiliários.

Atualmente, os FII seguem as regras gerais previstas no RGOIC, sendo regulado, em especial, no já mencionado Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de junho.

Em termos de análise do mercado português, forçoso será deixar a nota que nos Fundos de Investimento Alternativo (FIA), onde se incluem os FII, entre 2004 e 2007 a média dos valores sob gestão foi de EUR 12.148 milhões, representando cerca de 10% do valor médio dos montantes sob gestão dos depósitos bancários (particulares e Setor não financeiro) para o mesmo período. Após a crise de 2007-2009 e até 2016, os montantes sob gestão nos OICVM nacionais aumentaram para um valor médio de cerca de 19 mil milhões de euros. Desde 2017 (inclusive), assistiu-se a um decréscimo para valores médios de cerca de 16 mil milhões de euros. Relativamente ao peso destes instrumentos no montante total dos vários OIC, verifica-se que estes instrumentos representavam em média, entre 2004 e 2019, 7,1% do montante total, verificando-se uma aposta mais relevante do investimento em FII<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> A Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro substituiu e unificou a legislação anterior em matéria de organismos de investimento imobiliário e mobiliário, revogando o DL n.º 63-A/2013, de 10 de maio e o DL n.º 60/2002, de 20 de março, atingindo uma consolidação normativa perdida entre nós durante mais de vinte anos.

<sup>21</sup> GABINETE DO SECRETÁRIO DE ESTADO ADJUNTO E DOS ASSUNTOS FISCAIS, REPÚBLICA PORTUGUESA, *Relatório de avaliação do regime fiscal dos Organismos de Investimento Coletivo* (2020).

### 1.3. O Mercado Português

A economia portuguesa foi gravemente afetada pela crise financeira de 2008<sup>22</sup>, tendo, nos anos subsequentes, Portugal atravessado um longo período de recuperação económica. Com um crescimento real de 3,5%<sup>23</sup>, em 2017, a taxa de crescimento do PIB voltou ao nível pré-crise e acima da média da zona euro (2,7%<sup>24</sup>). Um dos fatores-chave que sustentou a recuperação da economia portuguesa foi o forte desempenho das exportações, na sua maioria impulsionadas pelo setor do turismo. Apesar das recentes melhorias no crescimento do PIB, os respetivos níveis estão ainda muito aquém dos países europeus com melhor desempenho.

A outro nível, verifica-se que o principal impulsionador do crescimento económico nos últimos anos tem sido o aumento do total de horas de trabalho. Ou seja, o crescimento não tem sido impulsionado pelo crescimento da produtividade, cuja baixa taxa é, parcialmente, explicada pelo baixo nível de investimento<sup>25</sup>.

Muitas explicações têm sido dadas para o baixo crescimento da produtividade em Portugal, incluindo a má afetação do capital e do trabalho para atividades menos produtivas. Também tem sido argumentado que uma grande parte do crédito por liquidar concedido pelo setor bancário português foi atribuído a empresas com baixa produtividade<sup>26</sup>.

O quadro seguinte mostra a situação das empresas portuguesas e a de 5 outros países da UE em relação ao número de trabalhadores.

---

<sup>22</sup> Sobre os efeitos da crise económica de 2008 nos investimentos financeiros: “*De facto, no período inicial da década passada, as baixas taxas de poupança e as crises financeiras conduziram, por um lado, a uma diminuição de importância dos fundos de investimento e dos produtos de seguros, e por outro lado, ao aumento dos depósitos bancários de particulares e sociedades não financeiras, ou seja, assistiu-se a uma transferência de recursos de OIC e de produtos do ramo segurador para depósitos bancários. Já no triénio mais recente, assistiu-se a um crescimento nas subscrições líquidas de fundos de investimento nacional (com a exceção do ano 2018), de OICVM estrangeiros colocados em Portugal, de produtos de seguros (nomeadamente fundos de pensões de adesão individual), de certificados de aforro e do Tesouro, e de depósitos bancários*”, Vd. COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório Sobre os Mercados de Valores Mobiliários (2020)*, cit. pp. 7

<sup>23</sup> OECD, *Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth*, em *Capital Market Review of Portugal (2020)*, pp. 65.

<sup>24</sup> *Ibidem*.

<sup>25</sup> Sobre a evolução do mercado português, Cfr. OECD, *Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth*, ob. cit. pp.14.

<sup>26</sup> ÁLVARO PINA, MÁRCIO MATEUS E NUNO AZEVEDO, *Bank Credit Allocation and Productivity: Stylised facts for Portugal*, Banco de Portugal (2018).

Figura 1 – Distribuição das Empresas por Número de Trabalhadores<sup>27</sup>

	Alemanha	França	Espanha	<b>Portugal</b>	Itália	Grécia
<b>Microempresas</b> (1 a 9 trabalhadores)	81,9%	95,1%	94,6%	<b>95,2%</b>	94,8%	96,5%
<b>Pequenas Empresas</b> (10 a 49 trabalhadores)	15,2%	4,1%	4,7%	<b>4%</b>	4,6%	3,1%
<b>Médias Empresas</b> (50 a 249 trabalhadores)	2,5%	0,6%	0,6%	<b>0,6%</b>	0,5%	0,3%
<b>Grandes Empresas</b> (+ 249 trabalhadores)	0,5%	0,1%	0,1%	<b>0,1%</b>	0,1%	0,1%

Embora as PME, enquanto grupo, representem 99% das empresas de todos os Estados Membros, existe uma grande diferença no que diz respeito à distribuição de emprego consoante o grupo de empresas. As microempresas, em Portugal, empregam cerca de 41% dos trabalhadores, enquanto as grandes empresas empregam apenas 22%. Em comparação, na Alemanha e em França, as grandes empresas representam o setor que mais emprega<sup>28</sup>.

Face aos dados, concluímos que Portugal precisa de aumentar a produtividade e de se colocar numa trajetória mais consistente de crescimento sustentável no longo prazo. A capacidade de obter financiamento através de um mercado de capitais funcional é uma condição prévia para que as empresas invistam em investigação, desenvolvimento de produtos e nas economias de escala.

Nesse trajeto, não há dúvida que os investidores institucionais alternativos, como fundos privados de participações, tornaram-se fornecedores essenciais de capital nos mercados mundiais. No entanto, em Portugal, a dimensão das atividades de mobilização de fundos e de investimento nos mercados de capitais privados é bastante inferior às médias europeias, pelo que este terá de ser o ponto de partida para o crescimento económico de Portugal.

Terminando a análise sobre o mercado português, gostaríamos de deixar a nota que em 2005 o número total de empresas no setor imobiliário era 24973, em 2010 já era 36140 e,

<sup>27</sup> Os dados apresentados reportam-se ao ano de 2016, cfr. OECD, *Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth*, em Capital Market Review of Portugal (2020), pp. 69.

<sup>28</sup> OECD, *SDBS Structural Business Statistics (ISIC REV.4): Employment of SMEs and large firms*, disponível em [https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=SSIS\\_BSC\\_ISIC4](https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=SSIS_BSC_ISIC4).

em 2019, o valor era 58305. Observámos um primeiro crescimento de, aproximadamente, 44,72% e num segundo momento de, aproximadamente, 61,33%<sup>29</sup>.

#### **1.4. A Problemática do Investimento Direto Estrangeiro**

O desenvolvimento dos mercados financeiros para uma estrutura globalmente mais integrada, a pertença à União Europeia, a liberalização das trocas internacionais e dos movimentos de capital, a abertura dos mercados financeiros e o desenvolvimento das novas tecnologias e telecomunicações alterou totalmente a forma como as empresas operam.

Como fatores de atratividade e competitividade do mercado português, acrescem as condições naturais, de mercado, de contexto e culturais que possui, como o clima, a segurança, o nível de preços e a posição geográfica no “lago atlântico” que junta a Europa, África e América, do Norte e do Sul, assim como a história, cultura e língua identificável por muitos e diversos povos. Neste processo e no interesse do país, a captação deste potencial investimento estrangeiro torna-se um imperativo pela sua capacidade de dinamizar a economia, utilizando recursos financeiros que o país não possui, no todo ou em parte.

De facto, Portugal tem vindo a fazer um enorme esforço para atrair investimento direto estrangeiro. A AICEP<sup>30</sup> registou em 2021 o recorde de investimento apoiado (2,7 mil milhões de euros) - o que acontece pela terceira vez em quatro anos - e marcas de relevância e impacto global têm escolhido o nosso país para investir e reinvestir. A Google, a Microsoft, a Cisco, a Repsol, a PSA/Stellantis são disso exemplo. Portugal, entrou, em 2020, pela primeira vez, para o *top 10* do *ranking* promovido pela consultora Ernst & Young das economias da UE que mais captam projetos de investimento direto estrangeiros.

Com o fim de reforçar a competitividade no mercado imobiliário nacional, as SIGI assumem como objetivo primordial o Investimento Direto Estrangeiro. A captação de

---

<sup>29</sup> OECD, *SDBS Structural Business Statistics (ISIC REV.4): Total number of enterprises, by sector*, disponível em [https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=SSIS\\_BSC\\_ISIC4](https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=SSIS_BSC_ISIC4).

<sup>30</sup> A AICEP Portugal Global - Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal, E.P.E, é uma entidade pública de natureza empresarial vocacionada para o desenvolvimento de um ambiente de negócios competitivo que contribua para a globalização da economia portuguesa.

investimento estrangeiro revela-se estratégica para a expansão dos recursos financeiros e não financeiros disponíveis na economia portuguesa, permitindo o aumento do investimento e o reforço da competitividade do tecido económico.

Neste campo, ganha também especial enfoque o, correntemente chamado, *Golden Visa*, oficialmente denominado de Autorização de Residência para Atividade de Investimento<sup>31</sup> (ARI), que constitui uma modalidade de visto de residência em Portugal. Esta categoria de visto, regulada pela Lei n.º 23/2007 de 4 de julho, concede autorização de residência para estrangeiros que comprovem a realização de determinados tipos de investimento em Portugal.

Em vigor desde 2012, o *Golden Visa* possibilita que, ao manter o investimento por pelo menos cinco anos, estes estrangeiros tenham direito a requerer a nacionalidade portuguesa. O programa permite morar em Portugal ou apenas realizar investimento no país.

Uma das opções de investimento para o *Golden Visa* Portugal é a aquisição de bens imóveis de valor igual ou superior a € 500.000,00 (quinhentos mil euros)<sup>32</sup>. Este tem sido o método mais comum para adquirir este visto em Portugal. Os imóveis adquiridos podem ser usados como investimento, habitação ou qualquer outro fim.

Uma outra forma de adquirir o *Golden Visa* que, para a presente dissertação tem especial interesse, é a aquisição de bens imóveis antigos em áreas de reabilitação urbana no montante global igual ou superior a € 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil euros)<sup>33</sup>. O valor do investimento no segmento imobiliário é menor caso os bens imóveis adquiridos tenham sido construídos há mais de 30 anos, ou estejam localizados em áreas de reabilitação urbana e caso sejam promovidas obras de reabilitação. Adicionalmente, este valor poderá ser reduzido em 20%<sup>34</sup> caso os imóveis estejam localizados em territórios de baixa densidade populacional<sup>35</sup>.

O orçamento do Estado de 2020 previu algumas alterações no programa *Golden Visa*, as quais só entraram em vigor a 1 de janeiro de 2022, limitando alguns critérios estabelecidos

---

<sup>31</sup> Artigo 90.º - A da Lei n.º 23/2007 de 4 de julho.

<sup>32</sup> Artigo n.º 3/1/d/iii) *ex vide* artigo Artigo 90.º - A da Lei n.º 23/2007 de 4 de julho.

<sup>33</sup> Artigo 3.º, n.º 1, d), iv) *ex vide* artigo 90.º-A da Lei n.º 23/2007 de 4 de julho.

<sup>34</sup> Artigo 65.º-A, n.º 9 do Regulamento n.º 84/2007, de 05 de novembro.

<sup>35</sup> Cfr. Deliberação da CIC Portugal 2020, Deliberação n.º 20/2018, de 12 de setembro.

para concessão da ARI, conforme determinado pelo Decreto-Lei n.º 14/2021 de 12 de fevereiro.

Uma das medidas previstas no Orçamento do Estado de 2020 foi a restrição dos investimentos imobiliários com fim habitacional necessários à concessão dos *Golden Visa* aos territórios do interior do país e ainda aos arquipélagos da Madeira e Açores<sup>36</sup>. Desta forma, não será permitido o investimento imobiliário habitacional no Porto, Lisboa e Algarve para a concessão do ARI.

Um dos principais motivos justificativos da restrição do investimento imobiliário nas grandes cidades portuguesas foi o impacto do investimento no mercado imobiliário. Ao contrário do que sucedia aquando da criação da medida, com o desenvolvimento do turismo e aumento da aquisição de imóveis por parte de estrangeiros, gerou-se um aumento considerável nos preços, tanto para a compra quanto para o arrendamento, tendo esse movimento pressionado a saída de moradores locais dos centros das cidades.

Assim, o objetivo do Orçamento de Estado de 2020 foi controlar a especulação imobiliária<sup>37</sup> nos principais centros urbanos do país, como forma de atrair investimento para regiões menos visadas, como o interior.

No âmbito do impacto do investimento estrangeiro nos bens imobiliários para habitação, levantou-se-nos a questão de o impacto das SIGI ser contrário ao pretendido, ou seja, aumentar a especulação imobiliária e, por conseguinte, aumentar a instabilidade do mercado financeiro português.

Em nosso entendimento, tal não nos parece suceder. Importa reter que as SIGI não têm como único ativo imóveis para habitação; pelo contrário, incentivam o investimento nos

---

<sup>36</sup> Portaria n.º 208/2017, de 13 de julho.

<sup>37</sup> Sobre a especulação imobiliária, COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: “*Uma preocupação associada ao crescimento dos preços do imobiliário relaciona-se com as potenciais interligações do sistema financeiro com o setor imobiliário. Em teoria, o crédito à habitação poderá alimentar bolhas especulativas ao estimular em demasia a procura. Por seu turno, uma queda abrupta dos preços do imobiliário reduz o valor do colateral do crédito, o que, associado a uma crise económica, tenderá a incrementar situações de incumprimento.*”, Vd. COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório Sobre os Mercados de Valores Mobiliários, 2018*, pp. 22, disponível em: [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/relatorio\\_valores\\_mobiliarios/Documents/R\\_VM\\_2018.pdf](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/relatorio_valores_mobiliarios/Documents/R_VM_2018.pdf).

mais diversos sectores da economia pela carteira imobiliária diversificada que comportam, detendo ativos como escritórios, hotelaria, indústria, entre outros<sup>38</sup>.

Acresce que o investimento direto estrangeiro impulsiona o próprio investimento nacional, ou seja, portugueses que à partida não teriam capital suficiente para investir podem, com o financiamento do investimento estrangeiro, apostar no mercado nacional, com a consequente dinamização da economia e aumento do poder de compra da generalidade dos cidadãos.

## Capítulo II

### 2. As Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliárias

#### 2.1. Caracterização

As sociedades de investimento e gestão imobiliária (SIGI), os correntemente chamados P-REITS ou REITs Portugueses, são o “novo” tipo de sociedade de investimento imobiliário em Portugal que se constitui e opera nos termos do Decreto-lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro, alterado pela Lei n.º 97/2019, de 4 de setembro, das disposições legais aplicáveis às sociedades anónimas e, caso adquiram a qualidade de sociedades abertas, as SIGI regem-se, também, pelas disposições legais aplicáveis a essas entidades, ou seja, pelo Código dos Valores Mobiliários<sup>39</sup>.

A introdução das SIGI foi uma grande oportunidade para promover o surgimento no mercado de capitais de empresas de cariz puramente imobiliário, as quais têm tido uma presença residual neste mercado<sup>40</sup>. Pelas configurações que assumem, associadas à distribuição obrigatória de rendimentos, estas estruturas afiguram-se como ideais para dispor do mercado de capitais como fonte de financiamento.

Ao contrário do que se verifica noutras empresas com investimento imobiliários, as SIGI não desenvolvem bens imobiliários para revenda. Pelo contrário, detêm e arrendam bens

---

<sup>38</sup> Cfr. *infra* §2.2 sobre a caracterização das SIGI consoante os tipos de ativos e §2.3, b) relativamente à carteira imobiliária diversificada.

<sup>39</sup> Artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>40</sup> Em 2018, o mercado imobiliário representava 3,6% das atividades das empresas portuguesas, sendo que das grandes empresas (+ de 249 trabalhadores) apenas 0,1% investiam em atividades imobiliárias. Cfr. OECD, *Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth*, ob. cit. pp. 14.

imobiliários e pagam aos investidores os rendimentos decorrentes das rendas (receitas de dividendos)<sup>41</sup>. Pelo exposto, podemos concluir que não estamos perante um instrumento especulativo uma vez que existe a obrigatoriedade de manter os imóveis por um período mínimo de três anos<sup>42</sup>, o que convida investidores de longo prazo que têm como objetivo a detenção destes ativos nas suas carteiras para receber os respetivos lucros.

Torna-se, ainda, relevante dar nota de que além da criação de empresas que cumpram com os requisitos, que posteriormente iremos analisar<sup>43</sup>, também existe a possibilidade de empresas que já existem se converterem em SIGI, tal como disposto nos artigos 5.º e 6.º do diploma. Desta forma, podemos ter 2 tipos de conversão:

#### **A. A conversão de sociedades anónimas (S.A) em sociedades de investimento e gestão imobiliária**

As S.A já constituídas podem converter-se em SIGI, desde que cumpram os requisitos do Diploma<sup>44</sup>, mediante deliberação da assembleia geral de acionistas tomada pela maioria de votos exigida para a alteração do contrato de sociedade<sup>45</sup>. Assim, a maioria só se forma se, além de representado um terço do capital social na assembleia geral (constituição do quórum constitutivo), houver aprovação da deliberação por dois terços dos votos emitidos (constituição do quórum deliberativo), maioria prevista no artigo 383.º/n.º 2 do CSC<sup>46</sup>.

Pela mesma maioria de votos, a assembleia geral de acionistas aprova as alterações ao contrato de sociedade necessárias ao cumprimento dos restantes requisitos exigidos para que as sociedades comerciais se configurem como SIGI.

#### **B. A conversão de organismos de investimento imobiliário (OII) em sociedades de investimento e gestão imobiliária**

Os organismos de investimento imobiliário (OII) sob forma societária, constituídos ao abrigo do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, podem converter-se em SIGI desde que cumpram os requisitos legais<sup>47</sup>.

---

<sup>41</sup> Artigo 10.º do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>42</sup> Artigo 8.º, n.º 3 do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>43</sup> Cfr. *infra* §3.1.

<sup>44</sup> *Idem*.

<sup>45</sup> Cfr. artigo 5.º, n.º 1 e 2 do DL n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>46</sup> Na literatura portuguesa, vd. por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades – Das Sociedades em Especial*, II Volume, Almedina (2014), pp. 763 e ss.

<sup>47</sup> Cfr. artigo 6.º do DL n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

A conversão em SIGI é efetuada mediante deliberação da AG, aprovada por votos correspondentes a, pelo menos, 90% do capital social e produz efeitos na data estabelecida na respetiva deliberação.

Apesar das 2 formas de conversão em SIGI apresentadas, existe uma grande falha no nosso regime. O objeto social das SIGI pode consistir na detenção de participações sociais em outras sociedades que cumpram certos requisitos<sup>48</sup>, contudo, o regime não prevê que essas sociedades, sendo sucursais de uma SIGI ou de um REIT estrangeiro, possam, automaticamente, converter-se em SIGI.

Em Espanha<sup>49</sup>, estão previstas as sub-SOCIMI que, cumpridos certos requisitos<sup>50</sup>, beneficiam exatamente dos mesmos benefícios fiscais que as SOCIMI<sup>51</sup>. Esta limitação no nosso regime acaba por ser uma das principais falhas apresentadas pelos investidores. Nas palavras de Isamel Clemente, CEO da SOCIMI espanhola MERLIN Properties “*O que ainda não funciona é o mecanismo intraeuropeu de reciprocidade, ou seja, por sermos SOCIMI em Espanha não podemos, não temos direito, a ser automaticamente SIGI em Portugal*”<sup>52</sup>. A MERLIN Properties, a exemplo de mais investidores, procura um “passaporte comunitário” como já existe em Espanha.

A criação das “Sub-SIGI” faria, assim, todo o sentido. Seriam sociedades detidas por uma SIGI, por um REIT ou por uma empresa estrangeira similar a uma SIGI, que cumprindo certos requisitos, como a distribuição de rendimentos e o objeto social idêntico ao previsto no DL n.º 19/2019, de 28 de janeiro, poderiam adquirir o estatuto de “Sub-SIGI” e, desta forma, beneficiar do seu regime fiscal. Por outro lado, estaríamos a criar o tal “Passaporte Comunitário” que permite que REITs estrangeiros que invistam em Portugal beneficiem dos benefícios fiscais.

---

<sup>48</sup> V. *infra* § 3.1, b).

<sup>49</sup> Os REITs Espanhóis são designados por SOCIMI - *Sociedades Anónima Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario* e regulados pela *Ley 11/2009, de 26 de octubre*.

<sup>50</sup> Para serem caracterizadas como sub-SOCIMI, as empresas devem: a) ser detidas por uma SOCIMI, por um REIT ou por uma empresa estrangeira similar a uma SOCIMI; b) ter um objeto social a aquisição de imóveis urbanos para arrendamento; c) não podem deter ações em subsidiárias, d) cumprir as mesmas regras de distribuição de dividendos.

<sup>51</sup> Artigo 8.º da *Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario*.

<sup>52</sup> ISMAEL CLEMENTE, em entrevista ao Idealista news (2020), disponível em [Merlin Propertites: “Acreditamos que a nossa atividade terá muito futuro em Portugal” — idealista/news](#).

## 2.2. Os vários tipos de SIGI

### 2.2.1. Classificação dos vários tipos de SIGI:

1. Publicly traded REITs → SIGI cotadas em bolsa: SIGI emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado organizado. Por deterem ações cotadas em bolsas de valores têm uma liquidez relativamente elevada quando comparadas com investimento direto em bens imobiliários. Posto isto, a negociação em mercado regulamentado permite um maior acesso por parte dos investidores a ativos que, normalmente, não teriam ou que precisariam de um investimento avultado.
2. Non traded REITs → SIGI não cotadas em bolsa: as ações destas sociedades são disponibilizadas aos investidores, mas não são cotadas em bolsas de valores. Uma SIGI não negociada em bolsa é veículo de investimento imobiliário que se destina a reduzir ou eliminar impostos, ao mesmo tempo que proporciona rendimentos sobre bens imóveis. Não sendo negociada numa bolsa de valores torna-se ilíquida durante longos períodos de tempo.

Os tipos de ativos em que os *Non Exchange traded REITs* investem podem, num primeiro momento, ser desconhecidos dos investidores e as aquisições iniciais de propriedades podem ser feitas através de um “fundo comum cego”, onde os investidores não conhecem aos ativos que estão a ser adicionados à carteira de investimento do veículo.

De realçar que os *Non Exchange traded REITs* são, tipicamente, geridos por terceiros, o que pode levar a um problema de agência, que se traduz no oportunismo por parte dos administradores<sup>53</sup>, uma vez que estes podem não ter os mesmos interesses que os acionistas<sup>54</sup>.

---

<sup>53</sup> Neste sentido, refere JOÃO SOUSA GIÃO que “*A articulação entre os accionistas e os administradores, no contexto do funcionamento da sociedade, é susceptível de originar problemas de risco moral (“moral hazard”). Por via de regra, fala-se de risco moral quando, no decurso de uma relação contratual de carácter duradouro, uma das partes, abusando da sua vantagem informativa, não cumpre ou cumpre defeituosamente, a sua prestação, confiando que as assimetrias informativas verificadas impeçam ou dificultem a detecção do seu incumprimento. Quando a obrigação assumida pela parte que beneficia da vantagem informativa consista na defesa dos interesses da contraparte, que lhe terá sido confiada, entramos no domínio do problema da relação de agência*”; Cfr. JOÃO SOUSA GIÃO, *Conflitos de Interesses entre Administradores e os Accionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores*, Coimbra, Almedina, (2010), pp. 223-224:

<sup>54</sup> Exemplo deste conflito de interesses será o caso de o administrador beneficiar de comissões baseadas na quantidade de aquisições de propriedade e de ativos sob gestão, incentivando-o a adquirir ativos que podem representar um investimento não consensual aos acionistas.

Uma vez que as SIGI têm que ser admitidas à negociação em mercado regulamentado ou selecionadas para a negociação num sistema de negociação multilateral, os *Non Exchange traded* REITs terão um prazo de vigência máximo de 1 ano em Portugal.

3. Private REITs → SIGI Privadas: estas SIGI não são cotadas em nenhuma bolsa de valor e normalmente não são disponibilizados a todos os investidores. Apenas podem investir nestas SIGI pessoas específicas, normalmente designadas pelo Conselho de Administração de cada SIGI.

### 2.2.2. Caracterização das SIGI consoante o seu ativo

#### a) **SIGI Hipotecárias**<sup>55</sup>:

- Também designadas por *Mortgage REIT* – Sociedade de Investimento e Gestão Imobiliária especializada em hipotecas.
- Estas SIGI são titulares de dívidas imobiliárias. Assim, podem investir diretamente em hipotecas ou em títulos garantidos por créditos hipotecários.

#### b) **SIGI Residenciais**:

- São especializadas em propriedades residenciais. Exemplo, complexos de apartamentos ou propriedades para arrendamento a famílias individuais.
- Estas SIGI podem ser ainda mais especializadas: algumas, por exemplo, concentram-se apenas no alojamento para estudantes ou em comunidades específicas.

#### c) **SIGI do Setor do Retalho**:

- A título de exemplo: centros comerciais e lojas.

#### d) **SIGI do Setor dos Serviços de Saúde**:

- Concentram-se exclusivamente nas infraestruturas de saúde.

#### e) **SIGI Diversificadas**:

- Para se qualificar nesta categoria, uma SIGI tem de deter uma combinação de dois ou mais tipos de bens.

---

<sup>55</sup> Sobre Mortgage REITs, v. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, OFFICE OF INVESTOR EDUCATION AND ADVOCACY, *Investor Bulletin: Real Estate Investment Trusts (REITs)* (2011), disponível em: [reits.pdf \(sec.gov\)](#), pp. 2.

Como demonstrado, as SIGI podem deter os mais diversificados ativos, como escritórios, hotéis, centros comerciais e habitações, centros de dados e torres de antenas de telemóveis. Posto isto, podemos observar que este regime potencia o investimento não só para habitação, mas também nos mais diversos sectores.

Pela diversidade de ativos que as SIGI podem comportar, fatores que influenciam o mercado não terão a mesma repercussão em todos os ativos. Vejamos: empresas que detenham apenas um tipo de ativo estarão a sujeitar 100% do seu portfolio aos mesmos fatores que influenciam o mercado, quer positiva quer negativamente. Ao passo que nas SIGI assim não acontece (ou pode não acontecer), pois haverá uma maior dispersão de risco face às flutuações de mercado.

Prova deste argumento foi a resposta do mercado à pandemia vivida entre 2020 e 2022: o sector comercial foi dos mais prejudicados, enquanto o mercado imobiliário habitacional (ainda) não sofreu alterações. Em consequência, os investidores que sejam mais avessos ao risco verão como uma mais-valia a possibilidade de a sociedade investir nos mais diversos tipos de ativos imobiliários.

### **2.3. Vantagens**

O objetivo inicial dos REITs consistia em dar aos pequenos investidores a oportunidade de afetarem as suas poupanças ao sector imobiliário através de um veículo que se destacava por oferecer dividendos atrativos e recorrentes, uma carteira imobiliária diversificada, gestão profissionalizada e a máxima transparência, uma vez que era supervisionada pela *Securities and Exchange Commission* (SEC).

De facto, a simplicidade do produto e a garantia de distribuição de rendimentos acabaram por ser das características mais atrativas, pelas vantagens e segurança que comportam. Nas palavras de Isabel Ucha, Presidente do Conselho de Administração da Euronext Lisbon, está em causa “*um investimento muito simples e bem procedido pela maior parte das pessoas*”, sendo que “*o investidor individual em geral tem alguma dificuldade em aceder ao investimento imobiliário*”, uma vez que “*comprar uma casa envolve sempre um investimento significativo*”<sup>56</sup>.

---

<sup>56</sup> ISABEL UCHA, gestora da bolsa de Lisboa, em conferência dedicada ao novo regime das sociedades de investimento.

Pelo contrário, “comprar uma ação de uma SIGI dá um leque muito mais alargado de possibilidades de angariação de investidores, num tipo de investimento com um risco que é precedido e ajustado ao perfil desses mesmo investidores”, explica: “É um instrumento simples: é um imóvel que paga uma renda”<sup>57</sup>. Na prática, as SIGI são investimentos em imóveis que geram rendimento e que distribuem obrigatoriamente esse rendimento aos investidores e é essa certeza jurídica que atribui um interesse especial aos investidores.

Analisemos, de seguida, as vantagens que o regime sob análise nos oferece:

- a) **Remuneração atrativa e recorrente para os acionistas** - o retorno do investimento para um acionista terá duas componentes: o rendimento dos dividendos e a alteração do valor de mercado dos bens imóveis.

Relativamente ao rendimento dos dividendos, no prazo de nove meses após o encerramento de cada exercício, as SIGI estão obrigadas a repartir, em forma de dividendos, pelo menos, 90% dos lucros do exercício e 75% dos restantes lucros<sup>58</sup>.

O ambiente macroeconómico<sup>59</sup> é, também, um fator muito importante para o investidor avaliar a fase do ciclo em que a economia se encontra para estudar as potenciais valorizações que o mercado imobiliário poderá sofrer e, nessa medida, analisar a possibilidade de investimento.

Normalmente, estas sociedades contratam peritos imobiliários para efetuarem avaliações regulares das suas carteiras imobiliárias, até porque têm a obrigação de o fazer, pelo menos, de 7 em 7 anos<sup>60</sup>. Nestas avaliações, para além de reverem os fluxos de caixa esperados ao abrigo de quaisquer novos contratos de arrendamento que possam ter sido assinados, os peritos têm em conta os rendimentos exigidos sobre os ativos em qualquer momento por investidores especializados.

- b) **Carteira imobiliária diversificada** – Como já foi mencionado, estas sociedades não têm em vista apenas imóveis destinados a habitação mas, antes, uma diversidade de tipos de imóveis que podem estar situados nas mais variadas

---

<sup>57</sup> *Ibidem*.

<sup>58</sup> Artigo 10.º, n.º 1 do Decreto-Lei 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>59</sup> Sobre a importância da macroeconomia para o estudo do mercado, SAMUELSON NORDHAUS: “A macroeconomia é o estudo do comportamento da totalidade da economia: analisa o crescimento no longo prazo, bem como os movimentos cíclicos do produto total, do desemprego e da inflação, a oferta de moeda e o défice orçamental, o comércio e as finanças internacionais”. v. por todos SAMUELSON NORDHAUS, *Economia*, McGraw-Hill, 16.º edição (1988), pp. 387.

<sup>60</sup> Artigo 8.º, n.º 12 do Decreto-Lei 19/2019, de 28 de janeiro.

localidades. O que nos leva a concluir que uma sociedade que à partida teria só um tipo de ativos, consegue investir nos mais variados sectores da economia e, consequentemente, atrair os mais diversificados tipos de investidores provenientes de todo o Mundo<sup>61</sup>.

Acresce que a diversificação do portfolio é uma das maiores teorias económicas de diminuição do risco de investimento<sup>62</sup>. Assim, além das SIGI atraírem investidores das diversas áreas económicas, também tem a mais-valia de poderem criar um portfolio diversificado<sup>63</sup>.

- c) **Gestão especializada** – as SIGI contam com uma equipa especializada na criação de valor acionista, maximizando o nível ótimo de alavancagem, identificando novas oportunidades de investimento e o possível desinvestimento parcial ou total da carteira.
  
- d) **Veículo Transparente** – como veículo cotado, a informação financeira e de gestão é pública e periódica<sup>64</sup>. Acresce que, pelos requisitos que o regime jurídico obriga, como a dispersão do capital social<sup>65</sup> e a distribuição periódica de rendimentos<sup>66</sup>, o mesmo acaba por exigir, mesmo que indiretamente, que estas sociedades sejam transparentes, estando constantemente a passar informação ao mercado.

---

<sup>61</sup> Cfr. sobre o impacto da detenção de uma carteira imobiliária diversificada, ISMAEL CLEMENTE em entrevista ao Idealista news (2020), disponível em [Merlin Propertites: “Acreditamos que a nossa atividade terá muito futuro em Portugal” — idealista/news](#).

<sup>62</sup> Sobre a diminuição do risco de investimento associado a uma carteira de investimento diversificada FRANÇOIS-SERGE LHABITANT E MICHELLE LEARNED: “*When risky assets are aggregated, their correlation often determines the majority of the total risk rather than individual volatilities. Consequently, the total risk of a carefully constructed portfolio should be less than the sum of the risks in the portfolio’s component pieces*”, FRANÇOIS-SERGE LHABITANT E MICHELLE LEARNED, *Hedge Fund Diversification: How Much is Enough?*, em International Center for Financial Asset Management and Engineering (2002).

<sup>63</sup> “*The most compelling argument why investors should consider foreign markets is again diversification. The argument leading to the conclusion that domestic investors should be well diversified apply with greater force in a global environment. International diversification, by expanding the choice of markets to invest in, provides an improved risk/return tradeoff.*”, vd. PHILIPPE JORION E SARKIS JOSEPH KHOURY, *Financial Risk Management – Domestic and International Dimensions*, Blackwell (1996), pp. 274 e ss.

<sup>64</sup> Sobre a informação periódica, EURONEXT LISBON, “*A informação periódica compreende todas as informações que devem ser comunicadas com intervalos regulares e dizem respeito, em primeiro lugar, às contas anuais e/ou ao relatório anual, tais como depositados no registo comercial competente.*”, cfr. EURONEXT LISBON, *Regulamento do Euronext Access*, disponível em [Euronext Lisbon Access Final\\_PT\\_Clean\\_Publicacao\\_0.pdf](#)

<sup>65</sup> Artigo 9.º do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>66</sup> Artigo 10.º do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

- e) **Vantagens fiscais** – o DL n.º 19/2019, de 28 de janeiro no seu artigo 12.º prevê que o regime fiscal aplicável às SIGI é o regime fiscal aplicável aos OIC, previsto nos artigos 22.º e 22.º-A do EBF.

Países como Espanha, França e Inglaterra têm regimes que isentam os REITs do pagamento de imposto sobre o rendimento coletivo<sup>67</sup>. Aliás, essa foi uma das principais alterações ao regime espanhol em 2012. Quando Espanha lançou o regime das SOCIMI, em 2009, estas previam um regime fiscal em que as sociedades seriam tributadas à taxa reduzida de 19 % do imposto sobre o rendimento das sociedades<sup>68</sup>, enquanto uma característica típica dos REITs é a não tributação do veículo com a obrigação de distribuir a maior parte dos seus lucros, de modo que estes sejam normalmente tributados. Daí que o imposto de 19% a nível da SOCIMI tenha suscitado as demais preocupações entre os investidores internacionais sobre a forma de evitar a dupla tributação.

Para já, em Portugal não existem isenções tão extremas. A grande vantagem deste regime está na determinação do lucro tributável: segundo o artigo 22.º, n.º 3 do EBF, para efeitos de apuramento do lucro tributável não são considerados os rendimentos de capitais<sup>69</sup>, os rendimentos prediais<sup>70</sup> nem as mais-valias<sup>71</sup>. Contudo, o *“n.º 3 do artigo 22.º do EBF apenas será aplicável quando os imóveis tiverem sido detidos para arrendamento, abrangendo formas contratuais atípicas que incluam prestações de serviços necessárias à utilização do imóvel, durante pelo menos três anos”*<sup>72</sup>.

Relativamente à matéria coletável apurada (deduzidos os prejuízos fiscais ao lucro tributável), as SIGI, estão sujeitas ao regime geral de tributação de IRC, sendo aplicada a taxa de 21%<sup>73</sup>.

As SIGI estão isentas de derrama municipal e estadual conforme o artigo 22.º, n.º 6 do EBF. Estando sujeitas ao regime dos Organismos de Investimento Coletivo, também estão sujeitas à taxa trimestral de 0,0125% em sede de imposto de selo<sup>74</sup>.

---

<sup>67</sup> Cfr. Prodapp.epra.com. 2021. [EPRA Global REIT Survey 2021 v5\\_1630572816126.0.pdf](#)

<sup>68</sup> Equivalente ao Imposto sobre o Rendimento sobre as Pessoas Coletivas.

<sup>69</sup> Artigo 5.º do CIRS.

<sup>70</sup> Artigo 8.º do CIRS.

<sup>71</sup> Artigo 10.º do CIRS.

<sup>72</sup> Cfr. artigo 11.º - A, n.º 3 do DL n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>73</sup> Artigo n.º 87, n.º 1 do CIRC *ex vi* artigo n.º 22, n.º 5 do EBF.

<sup>74</sup> Verba 29.2 Tabela Geral do Imposto do Selo.

Em suma, o regime de tributação das SIGI assenta no binómio da isenção de imposto à entrada versus tributação à saída, na medida em que prevê na esfera da sociedade isenção dos rendimentos de capitais, prediais e mais-valias aquando da sua realização. Pelo contrário, os mesmos rendimentos são sujeitos a imposto, agora na esfera dos investidores, no momento da distribuição de lucros. Desta forma:

**Tributação na esfera dos investidores – Dividendos distribuídos pela SIGI:**

Investidor nacional - pessoa singular: os dividendos estão sujeitos a uma taxa de retenção na fonte de 28%<sup>75</sup>.

Investidor nacional – pessoa coletiva: a retenção na fonte é feita à taxa de 25%<sup>76</sup>.

Investidores não residentes: retenção na fonte a título definitivo à taxa de 10%<sup>77</sup>.

Por outro lado, quando uma entidade perde a qualidade de SIGI deixa, naturalmente, de poder beneficiar do regime previsto para as mesmas. Desta forma, cessando a aplicação do regime fiscal mais favorável, os rendimentos de participações sociais que sejam pagos ou colocados à disposição dos seus acionistas após a data da cessação, bem como as mais-valias realizadas após essa data, passam a ser tributado nos termos gerais do CIRC, considerando-se como um período de tributação, o período decorrido entre a data da cessação e o final do ano civil em que esta ocorreu<sup>78</sup>.

### **Capítulo III**

#### **3. O Regime Português**

##### **3.1. Requisitos**

Tomemos em consideração o artigo 3.º do Decreto-Lei 19/2019, de 28 de janeiro, que estipula os requisitos necessários para uma sociedade poder ser classificada como SIGI:

***“Artigo 3.º***

***Requisitos***

---

<sup>75</sup> Taxa liberatória prevista no artigo 71.º, n.º 1, a) do CIRS *ex vi* artigo 22.º-A, n.º 1, a) /i) do EBF.

<sup>76</sup> Artigo n.º 94, n.º 4 CIRC *ex vi* artigo 22.º-A, n.º 1, a), ii) do EBF.

<sup>77</sup> Artigo 22.º-A, n.º 1, c) do EBF.

<sup>78</sup> Cfr. artigo 11.º - A, n.º 3 e 4 do DL n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

*São SIGI as sociedades comerciais com sede e direção efetiva em Portugal que preenchem cumulativamente os seguintes requisitos:*

- a) Adotam o tipo de sociedade anónima e o modelo de fiscalização previsto na alínea b) do n.º 1 do artigo 413.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro, na sua redação atual;*
- b) Têm o objeto social definido no artigo 7.º;*
- c) Têm capital social subscrito e realizado no montante mínimo de (euro) 5.000.000, representado por ações ordinárias;*
- d) Cumprem os limites constantes do artigo 8.º;*
- e) A sua firma inclui a menção «Sociedade de Investimento e Gestão Imobiliária, S. A.» ou «SIGI, S. A.»;*
- f) As respetivas ações são admitidas à negociação em mercado regulamentado ou selecionadas para a negociação num sistema de negociação multilateral, nos termos do disposto no artigo 9.º”*

Procedemos à análise de cada requisito mencionado no artigo 3.º:

- a)** Adotam o **tipo de sociedade anónima** e o **modelo de fiscalização** previsto na alínea b) do nº1 do artigo 413.º do CSC.

A fiscalização destas sociedades 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.

O regime adotou a fiscalização reforçada, que assenta numa contraposição entre uma fiscalização política e estratégica atenta à conjuntura e à oportunidade dos investimentos e, por outro lado, uma fiscalização técnico-contabilística, de teor mais matemático. Esta contraposição é, de facto, fundamental para a confiança e dinamização dos investidores e, desta forma, do mercado. Contudo, representa um encargo permanente nas sociedades, quer pelos custos intrínsecos quer, sobretudo, pelo peso burocrático que acarretam<sup>79</sup>.

- b)** Têm o **objeto social** definido no artigo 7.º do diploma

O objeto social das SIGI consiste na aquisição de direitos de propriedade, de direitos de superfície ou de outros direitos com conteúdo equivalente sobre bens imóveis para

---

<sup>79</sup> Neste sentido ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina (2009), pp. 1000 e ss.

arrendamento, abrangendo formas contratuais atípicas que incluam prestações de serviços necessárias à utilização do imóvel.

O objeto social pode, por outro lado, consistir na aquisição de participações em outras SIGI, ou em sociedades com sede em território português ou noutro Estado-Membro da União Europeia ou do Espaço Económico Europeu que esteja vinculado a operação administrativa no domínio da fiscalidade equivalente à estabelecida no âmbito da União Europeia que preencham cumulativamente os seguintes requisitos:

- Tenham um objeto social equivalente ao das SIGI;
- A composição do seu ativo respeite os limites previsto no artigo 8.º (seguidamente mencionados);
- Tenham o capital social integralmente representado por ações nominativas<sup>80</sup>; e
- Estejam sujeitas a um regime similar ao previsto no artigo 10.º quanto à distribuição de lucros.

O objeto social pode, ainda, consistir na aquisição de unidades de participação ou de ações de OII constituídas ao abrigo do RGOIC, e por este regidos, cuja política de distribuição de rendimentos seja similar à estabelecidas para as SIGI; ou de ações de fundos de investimentos imobiliário para arrendamento habitacional e de sociedades de investimento imobiliário para arrendamento habitacional regulados pelo artigo 102º da Lei n.º 64-A/2008, de 31 de Dezembro, na sua redação atual, cuja política de distribuição de rendimentos seja similar à estabelecida para as SIGI.

De especial relevo mencionar que só com a alteração legislativa de 4 de setembro de 2019, com a Lei n.º 97/2019, é que foi clarificada a possibilidade de integrarem o objeto social das SIGI formas contratuais atípicas de exploração, que não apenas o arrendamento, que incluam a prestação de serviços necessários à utilização de imóveis e bem assim a possibilidade de a SIGI deter participações sociais em outras sociedades com sede em Portugal<sup>81</sup>.

---

<sup>80</sup> Com a Lei n.º 14/2017, de 3 de maio, o artigo 52.º do CVM passou a estabelecer que os valores mobiliários são obrigatoriamente nominativos, vedando expressamente a emissão de valores mobiliários ao portador.

<sup>81</sup> Cfr. artigo n.º 2 da Lei 97/2019, de 4 de setembro.

- c) Têm **capital social** subscrito e realizado no montante mínimo de EUR 5.000.000,00 (cinco milhões de euros), representado por ações ordinárias;
- d) Cumpram os **limites** constantes do artigo 8.º:

A composição da carteira de uma SIGI deve obedecer a dois limites cumulativos, a partir do segundo ano após a incorporação ou conversão num SIGI:

- i. O valor dos direitos sobre bens imobiliários (livres de penhoras ou de ónus<sup>82</sup>) e das participações permitidas pelo artigo 7.º do Diploma que regula as SIGI, deve representar pelo menos 80% do valor total dos bens da SIGI; e
- ii. O valor dos direitos sobre bens imobiliários (livres de penhoras ou ónus<sup>83</sup>) sujeitos a um arrendamento ou outros modelos contratuais atípicos que incluam a prestação de serviços necessários para a utilização dos imóveis devem representar pelo menos 75% do valor total dos bens do SIGI.

Estes limites são avaliados de acordo com as contas individuais ou, no caso da SIGI ter filiais, nas contas consolidadas<sup>84</sup>.

Não há regra de diversificação de bens. Se assim os gestores entenderem, a SIGI pode investir 100% do seu capital num único ativo<sup>85</sup>. Podem investir não só em propriedades urbanas, mas também em terrenos rurais capazes de exploração, inclusivamente para a indústria florestal<sup>86</sup>.

Foi também com a alteração de 4 de setembro de 2019 introduzida a obrigação de a administração da SIGI solicitar uma avaliação dos ativos a realizar por um auditor independente registado na CMVM, pelo menos a cada 7 anos.

Outro dos requisitos que as SIGI têm de cumprir, previsto no artigo 8.º, é o limite ao nível da alavancagem. Estas sociedades não se podem endividar num montante equivalente a mais de 60% do valor do ativo total da sociedade<sup>87</sup>. Este limite é avaliado de acordo com

---

<sup>82</sup> Com exceção das garantias constituídas para obtenção de financiamento para a sua aquisição, construção ou reabilitação, vd. artigo 8.º, n.º 7 do DL 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>83</sup> *Idem*.

<sup>84</sup> Artigo 8.º, n.º 9 do DL 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>85</sup> Por contraposição às sociedades de capital de risco e aos fundos de capital de risco que veem o seu investimento limitado de acordo com as regras de dispersão de capital previstas no artigo 10.º da Lei n.º 18/2015, de 04 de março.

<sup>86</sup> Artigo 8.º, n.º 5 do DL 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>87</sup> Artigo 8.º, n.º 4 do DL 19/2019, de 28 de janeiro.

as contas individuais ou, no caso de a SIGI ter filiais, será avaliado de acordo com as contas consolidadas.

Atualmente, as SOCIMI, num primeiro momento, não tiveram o resultado que esperavam uma vez que os requisitos previstos na primeira geração legislativa não eram suficientemente atrativos para os investidores, em especial a limitação do nível de endividamento a um máximo de 70%.

Cumpre dizer que, atualmente, as SOCIMI não têm nenhum limite à contração de dívida. Desde a primeira elaboração legislativa que já se considerava os 70% um requisito muito limitador, como se classificará, então, o limite de 60% previsto em Portugal?

É certo que este limite pode trazer (ou pretender trazer) maior segurança aos investidores e, principalmente, assegurar a estabilidade do sistema financeiro nacional mas, como também se sabe, o *leverage* faz parte da progressão de qualquer empresa que pretenda realmente crescer. Pelo que, até poderemos perceber a *ratio* deste limite, mas não nos parece praticável a imposição dos 60%.

Acresce que, o uso de dívida proporciona um efeito disciplinador<sup>88</sup> dos administradores da sociedade, visto que estas sociedades comportam uma gestão autónoma dos seus investidores<sup>89</sup>.

Contudo, sabemos que a alavancagem é uma operação que comporta riscos, principalmente porque é usada, na maioria das vezes, por investidores que além de não terem experiência em investimentos também não têm experiência na utilização deste mecanismo. O uso de dívida e a quantidade de dívida que deve ser utilizada varia consoante o estado da empresa, o estado do mercado nacional e/ou internacional, tendo esta decisão de ser tomada casuisticamente. Assim, quando utilizado corretamente, o investimento com base na dívida trará os maiores benefícios para a empresa, por outro lado, a sua má utilização poderá ser fatal.

---

<sup>88</sup> PAUL L. DAVIES e SARAH WORTHINGTON, “*managers can be over-inclined to prefer the interests of either themselves or their shareholders, and debt provides a disciplining effect because it requires directors to find the funds to make principal and interest repayments*”. Sobre a utilização de dívida como financiamento, v. por todos PAUL L. DAVIES e SARAH WORTHINGTON, *Gower’s Principal of Modern Company Law*, Sweet & MaxWell, 10.º Edição (2016), cit. pp. 1073.

<sup>89</sup> Cfr. nota de rodapé 42.

Aqui chegados voltamos a uma das vantagens das SIGI: a gestão especializada<sup>90</sup>. Por estas sociedades contarem com uma gestão especializada e autónoma dos investidores, o risco inerente ao *leverage* acaba por ser mitigado. Não queremos com isto dizer que não haverá risco, mas se este mecanismo for bem estudado e, posteriormente utilizado, será fundamental para a progressão destas sociedades.

- e) A sua **firma** inclui a menção “Sociedade de Investimento e Gestão Imobiliária, S.A.” ou “SIGI, S.A.”;
- f) As respetivas **ações** são admitidas à negociação em mercado regulamentado ou selecionadas para a negociação num sistema de negociação multilateral, nos termos do disposto no artigo 9.º do já mencionado DL:

Devem ser admitidas no prazo de 1 ano à negociação em mercado regulamentado ou selecionadas para negociação multilateral situado ou a funcionar em Portugal ou noutro Estado membro da União Europeia ou do Espaço Económico Europeu.

Em Portugal, existem dois mercados regulamentados: o Euronext Lisboa, gerido pela Euronext e o Mercado Regulamentado de Derivados do MIBEL (Mercado Ibérico de Eletricidade)<sup>91</sup>, gerido pelo OMIP – Operador do Mercado Ibérico de Energia (pólo português).

A Euronext Growth ou Access são dois sistemas alternativos de negociação multilateral que oferecem acesso ao mercado com menos obrigações e que se destinam para disponibilizar pequenas e médias empresas em crescimento a uma vasta gama de investidores.

A admissão à negociação das ações das SIGI em mercado não regulamentado torna o procedimento da sua criação menos oneroso e mais facilitado, na medida em que, nos casos em que não há lugar a oferta pública das ações das SIGI, a admissão nesses mercados não depende da publicação de um prospeto aprovado pela CMVM. Desta forma, as empresas cotadas nestes mercados beneficiam de um mercado com requisitos

---

<sup>90</sup> Cfr. *supra* §2.3, c).

<sup>91</sup> O OMIP é um operador de Mercado Regulamentado que fornece ao mercado, juntamente com a câmara de Compensação OMIClear, uma plataforma de negociação para derivados de energia, nomeadamente: Futuros, *Forwards*, *Swaps* e Opções, cujos ativos subjacentes são eletricidade e gás natural.

menos rigorosos e com funcionamento inovador, com regras que garantem a proteção e transparência<sup>92</sup>.

As instituições de crédito como os bancos só estão autorizadas a deter participações superiores a 25% em SIGI para um período máximo de três ou cinco anos (consecutivos ou cumulativos)<sup>93</sup>.

Na primeira redação do diploma, a partir do momento da admissão ou seleção para negociação numa das plataformas de negociação já referidas, estavam obrigadas à dispersão de 20% do capital social por investidores que detivessem no máximo 2% dos direitos de voto<sup>94</sup>. Esta exigência visava forçar a entidade a manter uma aposta muito ativa no mercado para assegurar e estimular o interesse dos investidores.

Com a alteração ao regime das SIGI foi alargado o prazo para cumprimento dos requisitos de dispersão do capital social. A dispersão de 20% do capital é diferida para 3 anos completos após o ano de admissão. Em contrapartida, foi estabelecida um novo limiar mais agravado de 25% a atingir no final do 5.º ano contado do final do ano de admissão das ações à negociação.

Esta alteração visou facilitar a admissão no mercado regulamentado ou nos sistemas alternativos de negociação multilateral, diferindo a obrigatoriedade de dispersão de 20% do capital, que antes era concomitante com a entrada no mercado regulamentado.

Podemos, desde já, fazer um pequeno estudo comparativo com o nosso país vizinho. Em Espanha, um dos requisitos do mercado para admissão à Bolsa de Valores é a dispersão do capital. Sendo que, neste caso, será igualmente necessário a dispersão de 25% do capital social, com a diferença de que cada acionista poderá ter até 3% do capital social enquanto em Portugal cada acionista só poderá ter 2%. Atentemos ao significado desta diferença de 1% na prática de uma sociedade:

€ 5.000.000,00 CS<sup>95</sup> → €1.250.000,00 tem que estar disperso (25% do Capital Social)

Em Portugal: Cada investidor só pode ter no máximo 2% do capital<sup>96</sup> → €100.000,00  
CS

<sup>95</sup> Capital social mínimo exigido pela lei portuguesa como pela lei espanhola, v. §3.1 c).

$1.250.000,00 / 100.000,00 = 12,5 \rightarrow$  o que corresponde a um mínimo de **13** investidores.

Em Espanha: Cada investidor pode ter no máximo 3 % do capital  $\rightarrow$  €150.000,00 CS

$1.250.000,00 / 150.000,00 = 8,33 \rightarrow$  o que corresponde a um mínimo de **9** investidores.

A diferença de Portugal para Espanha é de 4 investidores. Ora, esta diferença mais rapidamente seria razoável no sentido inverso, pois Portugal não conta com um mercado forte a nível bolsista.

Esta diferença significa que ao fim dos 5 anos a empresa terá que procurar 3 novos investidores, uma vez que com a dispersão de 20 % do capital social já terá que ter pelo menos 10 investidores com o máximo 2 % do capital. Novos investidores que, porventura, até poderão fazer sentido face à evolução orgânica da empresa, mas também poderão não fazer sentido, constituindo, assim, uma dificuldade acrescida em comparação com mercados mais competitivos.

Em consequência, consideramos que este é, sem dúvida, um ponto a ser revisto. Concordamos com a obrigatoriedade de dispersão de 25% do capital social que consideramos ser benéfico e razoável tendo em conta o prazo de 5 anos após a admissão para negociação, mas quanto ao limite máximo de 2%<sup>97</sup> deveria ser revisto para, no nosso entender, 4%.

De facto, uma vez que Espanha detém um mercado muito mais competitivo do que Portugal, conta com o limite dos 3% e disputa diretamente connosco o investimento direto

---

<sup>93</sup> Artigo 101.º, n.ºs 1, 2 e 3 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL n.º 298/92, de 31 de dezembro *ex vi* artigo 2.º, n.º 3 do DL n.º 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>94</sup> Previstos no artigo 20.º do CVM.

<sup>95</sup> Capital social mínimo exigido pela lei portuguesa como pela lei espanhola, v. §3.1 c).

<sup>96</sup> A detenção de participação social não implica a detenção simétrica dos direitos de voto. Pelo que, a análise da detenção máxima de 2% do capital social deverá ser, sempre, conjugada com a análise ao artigo 20.º do CVM.

<sup>97</sup> De salientar que segundo o artigo 229.º, n.º 2 do CVM “*Presume-se que existe um grau adequado de dispersão quando as ações que são objeto do pedido de admissão à negociação se encontram dispersas pelo público numa proporção de, pelo menos, 25 % do capital social subscrito representado por essa categoria de ações, ou, quando, devido ao elevado número de ações da mesma categoria e devido à amplitude da sua dispersão entre o público, esteja assegurado um funcionamento regular do mercado com uma percentagem mais baixa.*”, o que no nosso entender faz todo o sentido não se limitar *a priori* a participação máxima por cada acionista.

estrangeiro, Portugal deveria apresentar requisitos mais vantajosos se pretende atrair investimento. Caso passasse para 4% dos direitos de voto teríamos:

€ 5.000.000,00 → €1.250.000,00 tem que estar disperso (25% do Capital Social)

Em Portugal: Cada investidor só pode ter no máximo 4% do capital → €200.000,00

$1.250.000,00 / 200.000,00 = 6,25$  → o que corresponde a um mínimo de **7** investidores.

Em Espanha: Cada investidor pode ter no máximo 3 % do capital → €150.000,00

$1.250.000,00 / 150.000,00 = 8,33$  → o que corresponde a um mínimo de **9** investidores.

Desta forma, tornar-nos-íamos num mercado mais atrativo. Mantemos a possibilidade de cada empresa ter mais investidores se, para a situação em que se encontrar, tal for a opção que mais faça sentido para o crescimento da sociedade. Por outro lado, salvaguardar-mos-íamos as pequenas/médias empresas que podem não estar preparadas para o fazer. Além do mencionado, da perspetiva de futuros investidores que ainda só ponderam a possibilidade de vir a investir ser-lhes-á mais atrativo o número de investidores exigido por lei ser razoável e praticável face à evolução da empresa.

De salientar, que os cálculos efetuados foram realizados tendo em conta o capital social mínimo exigido. O que significa que, quanto maior o capital social, maior o número exigido de novos investidores.

Ainda no artigo 9.º, o seu n.º 3 exclui a aplicabilidade do artigo 228.º do CVM sobre a admissão à negociação das ações emitidas pelas SIGI e percebe-se o porquê desta disposição. Caso não o previsse podia gerar confusão entre o regime das SIGI e o CVM, uma vez que o DL n.º 19/2019 obriga a admissão à negociação em mercado regulamentado ou selecionadas para negociação em sistema de negociação multilateral situado em Portugal ou noutro Estado membro da União Europeia ou do Espaço Económico Europeu no espaço de 1 ano desde a sua constituição ou conversão.

Por outro lado, o artigo 228.º do CVM obriga que os emitentes de valores mobiliários a negociar em mercado que forme cotação oficial deve satisfazer dois requisitos totalmente incompatíveis com a disposição do artigo 9.º que regula as SIGI:

**“Artigo 228.<sup>98</sup>”**

***Admissão a mercado de cotações oficiais***

*1 - Além dos previstos no n.º 3 do artigo anterior, o emitente de valores mobiliários a negociar em mercado que forme cotação oficial deve satisfazer os seguintes requisitos:*

- a) Desenvolver a sua atividade há pelo menos três anos;*
- b) Ter divulgado, nos termos da lei, os seus relatórios de gestão e contas anuais relativos aos três anos anteriores àquele em que a admissão é solicitada.”*

A previsão do artigo 228.º do CVM tem, na sua base a segurança do mercado<sup>99</sup>, tentando, ao máximo, restringir aos emitentes que já se encontrem numa situação financeira estável e que possam impulsionar o mercado. O requisito da alínea b), que deve ser conjugado com o artigo 227.º, n.º 3, b), pretende permitir aos investidores formar um juízo esclarecido sobre o emitente. A necessidade de divulgar os relatórios de gestão e contas anuais relativos aos 3 anos anterior advém, assim, da necessidade de o regulador saber se o putativo emitente de valores mobiliários passou ou pode vir a passar por uma fase crítica que possa prejudicar o mercado.

Contudo, não consideramos esta disposição do regime das SIGI uma verdadeira exceção ao artigo 228.º do CVM. A previsão das SIGI acaba por se enquadrar na já prevista exceção do n.º 3 do 228.º “*A CMVM pode dispensar os requisitos referidos no n.º 1 quando os interesses do emitente e dos investidores o aconselhem e o requisito da alínea b) do n.º 3 no artigo anterior, por si só, permita aos investidores formar um juízo esclarecido sobre o emitente e os valores mobiliários.*”

Assim, consideramos que o legislador considerou, *a priori*, que os interesses do emitente e dos investidores aconselham à admissão sempre que estivermos perante uma SIGI, o que faz sentido. As SIGI estão extremamente reguladas, desde o capital social mínimo até o limite máximo de endividamento, pelo que se uma sociedade para se qualificar como SIGI tem que seguir os requisitos e obrigações do regime, à partida, já apresentará um risco de instabilidade diminuto em comparação com as demais sociedades.

---

<sup>98</sup> Artigo citado do Código dos Valores Mobiliários.

<sup>99</sup> Por este motivo o artigo 227.º, n.º 3, b) do CVM estatui a obrigação de o emitente comprovar que possui situação económica e financeira compatível com a natureza dos valores mobiliários a admitir e com o mercado onde é solicitada a admissão.

A regulação intensiva deste regime pretendeu, assim, aumentar a competitividade do mercado atraindo os investidores através de um regime repleto de vantagens, mas que para beneficiarem desse regime terão que seguir as regras que asseguram a estabilidade da sociedade e, em última instância, do mercado.

### **3.1.1. Obrigação de distribuição de dividendos**

Uma importantíssima obrigação decorrente deste regime é a distribuição de dividendos, prevista no artigo 10.º DL n.º 19/2019.

No prazo de nove meses após o encerramento de cada exercício têm que ser distribuídos<sup>100</sup>:

- 90% dos lucros do exercício que resultam de dividendos sobre ações ou rendimentos de unidades de participação; e
- 75% do restante lucro distribuível do exercício.

Relativamente aos ganhos de capital, a sociedade está obrigada a reinvestir 75% das receitas provenientes da venda de bens afetos ao objeto principal dentro de três anos após a alienação em outros ativos afetos à prossecução do objeto social<sup>101</sup>.

A obrigatoriedade de distribuição de dividendos, apesar de ser um ponto fundamental para atrair os investidores e não prejudicar os cofres públicos, também implica que sempre que a empresa quiser investir em novos ativos, sem ter que vender os que já detém, terá que se refinar. Esta operação de refinanciamento traz vantagens, como garantir uma maior transparência por parte da empresa no mercado, como também traz algumas desvantagens pois torna o investimento uma operação mais complexa.

De salientar que com o limite máximo de endividamento de 60% do valor total do ativo da SIGI interligado com a obrigação de distribuição de praticamente todos os lucros da empresa sob a forma de dividendos, muito condiciona o reinvestimento. Este requisito (limite máximo de endividamento) e esta obrigação (distribuição de dividendos), poderão atuar como fundamento de não investimento quando é exatamente o oposto que se pretende.

---

<sup>100</sup> Artigo 10.º, n.º 1 do DL 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>101</sup> Artigo 10.º, n.º 2 do DL 19/2019, de 28 de janeiro.

O artigo 10.º estatui que a reserva legal das SIGI não pode exceder 20% do capital social, não sendo permitida a constituição de outras reservas indisponíveis<sup>102</sup>. Contudo, consideramos que deveria ser ponderada a possibilidade de criação de reservas de reavaliação. Estas reservas resultam da reapreciação positiva legalmente autorizada de bens sociais existentes e da necessária contabilização do valor acrescido nessa espécie (contabilística)<sup>103</sup>.

Esta reserva de reavaliação seria constituída através das mais-valias que não fossem reinvestidas (o que significa que apenas 25% das mais-valias podiam incorporar a reserva de reavaliação) e dos resultados (positivos) das avaliações a que os ativos das SIGI estão submetidos.

Como se sabe, o mercado imobiliário está sujeito ao impacto dos mais diversos fatores, sendo um dos principais a inflação. A possibilidade de constituir esta reserva asseguraria que eventuais desvalorizações dos imóveis, como eventuais desvalorizações de ações, estivessem ressalvadas. Assim, a redução do valor do ativo não resultaria, obrigatoriamente, um prejuízo para a empresa.

Percebemos que o problema em torno das reservas será o possível diferimento da tributação do lucro que deveria ser distribuído sob forma de dividendos. Como solução a esta compreensível preocupação, esta reserva, tal como a reserva legal, deverá ser limitada a um máximo de capital social que seja suficiente para garantir alguma estabilidade face a flutuações do mercado.

Desta forma, seria conferida maior segurança aos investidores e dada maior margem para os administradores destas empresas optarem pelo investimento com a consequente dinamização da economia, sem prejudicar a lógica fiscal em torno deste regime.

### **3.1.2. Perda de qualidade de SIGI**

Por fim, relativamente à perda da qualidade da SIGI, está expressamente referido no artigo 11.º do Diploma 19/2019, de 28 de janeiro que deixam de estar sujeitas ao presente regime as sociedades que:

---

<sup>102</sup> Artigo 10.º, n.º 3 do DL 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>103</sup> Sobre as reservas de reavaliação, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais* (2016), pp.270-271.

- Deixem de cumprir qualquer um dos requisitos relativos ao tipo de sociedade (objeto social, mínimo de capital social e modelo de fiscalização);
- Incumpram, simultaneamente, por mais de seis meses, um dos requisitos de composição de ativo e limites ao endividamento;
- Incumpram, durante dois exercícios sociais consecutivos, um dos requisitos de composição do ativo e limites de endividamento;
- Incumpram o limite de endividamento previsto;
- Incumpram a obrigação de requerer a admissão das suas ações à negociação em mercado regulamentado ou a seleção para a negociação em sistema de negociação multilateral, situados ou a funcionar em Estado membro da União Europeia ou do Espaço Económico Europeu, com a antecedência necessária para cumprimento do prazo; e
- Deixem de cumprir o requisito de admissão à negociação.

A perda da qualidade de SIGI impede que a mesma sociedade volte a adquirir a qualidade de SIGI nos três anos seguintes.

Aqui chegados, percebemos que muitos dos requisitos do regime falharam e que o não cumprimento de algum desses requisitos – inclusive os despropositados – levam à perda da qualidade de SIGI.

### **3.2. Análise Comparativa**

Da presente análise, constatamos várias previsões do regime que, no nosso entender, deveriam ser alteradas. Muitas das medidas abordadas acabam por ter o efeito oposto ao pretendido pelo regime, não havendo coerência entre o propósito – captação de investimento estrangeiro – e as soluções concretas criadas para o efeito.

O êxito de um regime jurídico não depende exclusivamente do próprio, existe uma multiplicidade de fatores externos com influência direta e indireta no sucesso destes, pelo que iremos proceder a uma análise comparativa sumária entre o regime espanhol, que conta com 75 sociedades, e o regime italiano, sendo este dos menos desenvolvidos na

europa, contando com apenas 3 sociedades<sup>104</sup>. Com esta análise pretendemos indagar do mérito regime com uma alteração legislativa ou perceber se a falha do regime advém do próprio mercado.

Tanto no regime italiano como no Espanhol as sociedades têm que apresentar o tipo de sociedade anónima, devendo, no caso Italiano, de estar cotadas no mercado regulamentado. Por outro lado, em Espanha as SOCIMI podem estar cotadas no mercado regulamentado ou no mercado multilateral, tendo dois anos desde a sua constituição para o fazer.

Relativamente à limitação dos ativos, os dois regimes preveem dois testes: “*asset test*” que implica que 80% do total dos ativos têm que ser imóveis destinadas ao arrendamento e/ou participações em outros REITs (ou investimentos imobiliários equivalentes<sup>105</sup>) e o “*revenue test*” em que 80% de todos os lucros obtidos provenientes de ativos imóveis destinados ao arrendamento têm que ser distribuídos.

Um outro elemento diferenciador é o limite à utilização de dívida. Como já foi mencionado, em Espanha desde 2012 que estas sociedades não estão sujeitas a um limite máximo de utilização de dívida. Em Itália, o regime estatui que a definição do limite deve ser estabelecida no contrato de sociedade, o que significa que as sociedades podem ter limites totalmente diferentes.

A previsão Italiana possibilita que cada empresa decida qual a forma de financiamento mais adequada para o seu crescimento e, claro, tendo em conta o tipo de investidores que procura ou que tem. Por outro lado, não é uma solução irreversível. Caso seja necessário, poderá sempre proceder a uma alteração estatutária que altere a limitação inicialmente imposta.

Contudo, entre os dois regimes sob análise, consideramos que a hipótese espanhola é a mais viável. Estando o mercado imobiliário e de capitais sujeitos a diversas flutuações é compreensível que a necessidade de alavancagem seja mutável e esperar por uma

---

<sup>104</sup> Cfr. *EPRA Global REIT Survey, A Comparison of the major REIT regimes around the world, European Public Real Estate Association* (2021), disponível em: [EPRA\\_Global\\_REIT\\_Survey\\_2021\\_v5\\_1630572816126.0.pdf](https://www.epra.com/~/media/Files/2021/05/EPRA_Global_REIT_Survey_2021_v5_1630572816126.0.pdf)

<sup>105</sup> Consideram-se investimentos imobiliários equivalentes fundos de investimento imobiliários e sociedades de investimento imobiliário.

alteração contratual para a sociedade se poder financiar para, consecutivamente, investir, pode ser impraticável.

Relativamente à distribuição dos lucros, em Itália 70 % dos lucros obtidos com as atividades de arrendamento têm que ser distribuídos anualmente. Já no que concerne aos lucros obtidos das mais-valias, 50 % tem que ser reinvestido nos dois anos subsequentes e os outros 50 % distribuídos.

Em Espanha, a regra geral será a distribuição de 80 % dos lucros obtidos, com a ressalva dos dividendos provenientes de participações em outras sociedades, nesse caso terá que ser distribuído 100 % do valor<sup>106</sup>. Já as mais-valias, e tal como em Itália, 50 % do valor deve ser distribuído e os restantes 50 % reinvestidos, com a diferença do prazo de reinvestimento, que em Espanha são 3<sup>107</sup> anos e não 2.

Relativamente ao regime fiscal, ambos os países isentam, por regra, os lucros obtidos através da prossecução do objeto social. Contudo, em Itália, as sociedades que se queiram converter em REITs estão sujeitas a uma “taxa de entrada”. Assim, as mais-valias que provenham de imóveis que já detinham e que permaneçam por 3 anos estão sujeitas à taxa de 20%.

Não consideramos a não isenção total do regime português uma desvantagem em relação aos restantes países<sup>108</sup>. Ao excluirmos os rendimentos de capitais, rendimentos prediais e mais-valias do lucro tributável estamos, indiretamente, a isentar as atividades prosseguidas pelas SIGI.

De facto, entre Espanha e Itália existe um fator comum nas suas diferenças: em tudo o que diferem, o regime espanhol é mais liberal, dando mais autonomia às sociedades. O que só se pode constatar desde a alteração legislativa, a qual marcou o início do regime espanhol, pois entre 2009 e 2012 não houve a criação de uma única SOCIMI.

Apesar das diferenças entre regimes serem ténues, questiona-se como pôde o mercado espanhol ter logrado tão mais acentuadamente. A forma como cada país teve a capacidade

---

<sup>106</sup> Cfr. artigo 6.º, n.º 1, a) da *Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario*.

<sup>107</sup> Em Portugal o prazo para reinvestimento também são os 3 anos com a diferença da obrigatoriedade de reinvestimento 75 % do valor total das mais-valias, sem a obrigatoriedade de distribuição dos restantes 25%, artigo 10.º, n.º 2 do DL 19/2019, de 28 de janeiro.

<sup>108</sup> Cfr. *supra* § 2.3 sobre as vantagens fiscais do regime português.

de superar a crise financeira, que teve início 2008, teve, naturalmente, impacto no mercado de capitais.

Em Espanha, tendo o regime entrado em vigor em 2009, tinham como objetivo principal interagir num mercado imobiliário de arrendamento deprimido, tentando impulsioná-lo e reativá-lo, oferecendo um nível de liquidez que não existia na altura e aproximando este mercado dos pequenos investidores.

Liquidez e estabilidade eram, portanto, duas das características mais importantes para alavancar a reativação do mercado imobiliário, oferecendo liquidez direta a ativos que, pela sua natureza, não são líquidos<sup>109</sup>.

No entanto, o mercado espanhol é extremamente heterogéneo, na medida em que as empresas com elevada capitalização e grandes transações diárias coexistem com outras no mercado de negociação multilateral com uma capitalização muito baixa e quase sem transações.

Neste sentido, poder-se-ia dizer que no mercado espanhol existem duas tipologias distintas de SOCIMI: por um lado, estruturas empresariais altamente líquidas e profundas, com amplas carteiras de ativos - quer alinhadas com uma estratégia de especialização num segmento específico, quer, por outro lado, com carteiras diversificadas em termos de segmentos. No outro extremo, entidades que tiram partido das vantagens fiscais diferenciadoras das SOCIMI com carteiras de ativos muito pequenas - em alguns casos, carteiras com apenas um ativo - com quase nenhuma negociação diária e quase sem ações dispersas<sup>110</sup>.

Por outro lado, o regime italiano surgiu em 2007, um ano antes da crise iniciada em 2008. Na altura, como forma de combater a crise, o mercado de capitais italiano avançou para soluções que foram consideradas ténues. A tendência que surgiu em 2013 e nos primeiros meses de 2014 foi apoiar a economia, investindo, principalmente, em soluções adaptadas

---

<sup>109</sup> Sobre o papel das SOCIMI e o impacto da economia espanhola, v. em geral SALVADOR PASTOR TORO, ALBERTO SEGURADO GARCÍA, GONZALO MASSÓ MOREU E SANTIAGO IGLESIAS REINA, *Una aproximación al mercado inmobiliario en España*, em *Tratado de las Socimi – Un análisis multidisciplinar del REIT español*, Aranzadi (2018), pp. 484-494.

<sup>110</sup> *Ibidem*.

às pequenas e médias empresas, que sempre foram a espinha dorsal do sistema produtivo e da economia italiana<sup>111</sup>.

Assim e em conformidade, concluímos que o mercado tem grande influência no sucesso do regime, mas os regimes jurídicos criados para o efeito e as soluções que encontram para o crescimento do mercado ainda têm mais impacto no próprio, acabando por se tornar um ciclo vicioso pois ambos influenciam-se mutuamente.

---

<sup>111</sup> Sobre o mercado de capitais Italiano, v. no geral MARCELLO GIOSCIA E GIANLUIGI PUGLIESE, *The International Capital Market Review – Italy, Law Business Reserch*, 4.ª Edição (2014), pp. 180 e ss.

## Conclusão

Portugal é caracterizado por ser um país com relativamente pouco investimento o que implica ser um país com baixa produtividade. A baixa competitividade do mercado português poderá, no entanto, ser um fator de atração, nomeadamente para investidores que, pela baixa competição, podem investir em Portugal com custos mais reduzidos.

No entanto, Portugal possui elevadas condições de atratividade, nomeadamente, condições naturais, de mercado, culturais, climáticas, segurança, nível de preços e posição geográfica, que o tornam atrativo para investir e viver, inclusivamente para estrangeiros.

As SIGI apresentam-se como uma importante solução para o crescimento do mercado de capitais português e para a captação do necessário investimento direto estrangeiro.

Pelo estudo comparativo que realizámos entre Espanha e Itália, podemos constatar que, de facto, o mercado tem grande influência no sucesso do regime, mas a verdade é que o regime adequado pode ter grandes efeitos na evolução do mercado, pelo que só nos resta concluir que, apesar do principal fator de atração não estar somente na alteração do regime das SIGI, este será certamente um importante ponto de partida.

Analisado o essencial do regime das SIGI no ordenamento jurídico português e a forma como o mesmo, de algum modo, não atingiu os seus objetivos, torna-se imperioso sugerir algumas alterações ao mesmo regime para conferir-lhe maior potencial de os atingir. De facto, os altos propósitos do legislador são de manter porque mantêm toda a atualidade e interesse, mas as soluções concretamente encontradas precisam ser ajustadas de modo a permitirem alcançar os objetivos propostos.

Assim e em conformidade sugerimos:

### **1. Aumento do limite de endividamento.**

O caso espanhol é a prova de que o aumento do limite de endividamento fará toda a diferença na atração de investidores.

Acresce que, o limite de endividamento atual conjugado com a obrigatoriedade de distribuição de grande parte do lucro da empresa, torna o reinvestimento uma operação muito complexa e burocrática.

Como todos os investimentos, a utilização do *leverage* comporta algum risco, daí a importância de as SIGI estarem dotadas de uma gestão especializada e autónoma dos investidores, o que contrabalança este risco.

## **2. Admissão da criação de uma reserva de reavaliação.**

Esta reserva, com o propósito de proteger a empresa de potenciais flutuações do mercado, seria constituída pelas mais-valias que não fossem reinvestidas e pelas avaliações positivas periódicas realizadas aos ativos das SIGI.

## **3. Alteração da percentagem máxima de direitos de voto permitida por investidor na caracterização de capital disperso.**

O aumento de 2% para 4% dos direitos de voto na caracterização de capital disperso exigirá menos 6 investidores no final de 5 anos após a admissão à negociação em mercado regulamentado ou a seleção para a negociação num sistema de negociação multilateral. Sendo um limiar mínimo, mantém-se a possibilidade de cada empresa atrair mais investidores, se assim for mais conveniente e, por outro lado, salvaguardamos as pequenas/médias empresas que (ainda) não estão preparadas para atrair novos investidores.

## **4. Criação das “Sub-SIGI”.**

As sub-SIGI seriam sociedades detidas por uma SIGI, por um REIT ou por uma empresa estrangeira similar a uma SIGI. Cumpridos certos requisitos, como a distribuição de rendimentos e o objeto social idêntico ao previsto no DL n.º 19/2019, de 28 de janeiro, poderiam adquirir o estatuto de “Sub-SIGI” e, desta forma, beneficiar do seu regime fiscal.

Por outro lado, criaríamos o “Passaporte Comunitário”, que seria um mecanismo de atração de REITs estrangeiras para investirem em Portugal.

Deixamos dois desejos finais:

Por um lado, esperamos que o nosso trabalho seja útil para todos aqueles que procuram adquirir conhecimento técnico sobre a figura dos REITs e, em particular, das SIGI.

Por outro lado, e principalmente, esperamos que este trabalho possa ser um contributo, mesmo que modesto, para estimular a segunda alteração legislativa ao Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro, ajustando-o à nossa realidade e criando condições para, finalmente, alcançar os seus altos propósitos.

## Bibliografia

CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª Edição, Almedina (2018).

CATARINO, LUÍS GUILHERME, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independente*, Almedina (2010).

CORDEIRO, ANTÓNIO BARRETO MENEZES, *Do trust no direito civil*, Coimbra, Almedina (2014).

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina (2009).

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito das Sociedades– Das Sociedades em Especial*, II Volume, Almedina (2014).

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito das Sociedades– Parte Geral*, I Volume, 4.ª Edição, Almedina (2020).

CORREIA, FRANCISCO MENDES, *Transformação de Sociedades Comerciais – Delimitação do Âmbito de Aplicação no Direito Provado Português*, Almedina (2009).

CORREIA, LUÍS BRITO, *Os Administradores de Sociedades Anónimas*, Almedina (1993).

CRIADO, DAVID CALZADA E CHINCHILLA, JOSÉ LUIS LUCAS, *Tratado de la SOCIMI – Un análisis multidisciplinar del REIT español*, Aranzadi (2018).

CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais* (2016).

DAVIES, PAUL L. e WORTHINGTON, SARAH, *Gower's Principal of Modern Company Law*, Sweet & MaxWell, 10.ª Edição (2016).

GABINETE DO SECRETÁRIO DE ESTADO ADJUNTO E DOS ASSUNTOS FISCAIS, REPÚBLICA PORTUGUESA, *Relatório de avaliação do regime fiscal dos Organismos de Investimento Coletivo*, (2020).

GIOSCIA, MARCELLO E PUGLIESE, GIANLUIGI, *The International Capital Market Review – Italy, Law Business Reserch*, 4.<sup>a</sup> Edição (2014).

GIÃO, JOÃO SOUSA, *Conflitos de Interesses entre Administradores e os Accionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores*, Coimbra, Almedina, (2010).

JENSEN, M. C. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review* 76(2), (1986).

JORION, PHILIPPE e KHOURY, SARKIS JOSEPH, *Financial Risk Management – Domestic and International Dimensions*, Blackwell (1996).

LHABITANT, FRANÇOIS-SERGE E LEARNED, MICHELLE, *Hedge Fund Diversification: How Much is Enough?*, em *Interntional Center for Financial Asset Management and Engineering* (2002).

NORDHAUS, SAMUELSON, *Economia*, McGraw-Hill, 16.º edição (1988).

OECD, *Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth*, em *Capital Market Review of Portugal* (2020).

PARKINSON, CARMEN SYLVIA/ MENEZES, CRISTINA BOGADO/ GAIVÃO, PEDRO E SUBTIL, ANTÓNIO RAPOSO *Fundos de Investimento Imobiliário – Brasil e Portugal*, 2.º Edição, *Vida Económica* (2010).

PINA, ÁLVARO/ MATEUS, MÁRCIO e AZEVEDO, NUNO, *Bank Credit Allocation and Productivity: Stylised facts for Portugal*, Banco de Portugal (2018).

SERENS, MANUEL NOGUEIRA, *Notas sobre a sociedade anónima*, Coimbra Editora (1995).

TORO, SALVADOR PASTOR/ GARCÍA, ALBERTO SEGURADO/ MOREU, GONZALO MASSÓ e REINA, SANTIAGO IGLESIAS, *Una aproximación al mercado inmobiliario en España*, em *Tratado de las Socimi – Un análisis multidisciplinar del REIT español*, Aranzadi (2018).

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Teoria geral do direito civil*, Coimbra, Almedina (2012).

## Sites Utilizados

ARMOUR, JOHN/ HANSMANN, HENRY e KRAAKMAM, REINIER, *Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement* (2009), artigo disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436555>.

CLEMENTE, ISMAEL, em entrevista ao Idealista news (2020), disponível em [Merlin Propertites: “Acreditamos que a nossa atividade terá muito futuro em Portugal” — idealista/news](https://www.idealista.com/pt/idealista/news).

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório Sobre os Mercados de Valores Mobiliários, 2018*, pp. 22, disponível em: [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/relatorio\\_valores\\_mobiliarios/Documents/R\\_VM\\_2018.pdf](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/relatorio_valores_mobiliarios/Documents/R_VM_2018.pdf).

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório Sobre os Mercados de Valores Mobiliários (2020)*, disponível em [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/relatorio\\_valores\\_mobiliarios/Documents/CMVM-Relat%C3%B3rio%20sobre%20os%20Mercados-2020-23.07.21.pdf](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/relatorio_valores_mobiliarios/Documents/CMVM-Relat%C3%B3rio%20sobre%20os%20Mercados-2020-23.07.21.pdf).

EPRA – EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION, *EPRA Global REIT Survey, A Comparison of the major REIT regimes around the world, European Public Real Estate Association* (2021), disponível em: [EPRA Global REIT Survey 2021 v5 1630572816126.0.pdf](https://www.epra.com/~/media/Files/2021/07/2021-07-21-EPRA-Global-REIT-Survey-2021-v5-1630572816126.0.pdf)

EURONEXT LISBON, *Regulamento do Euronext Access*, disponível em [Euronext Lisbon Access Final\\_PT Clean Publicacao 0.pdf](https://www.euronext.com/pt/Regulamento-do-Euronext-Access-Final-PT-Clean-Publicacao-0.pdf)

HSBC TRINKAUS & BURKHARDT, *German Real Estate* (2004), disponível em [https://www.deutscheuroshop.de/media/public/db/media/1/2010/10/133/germanrealestate1204\\_eng.pdf](https://www.deutscheuroshop.de/media/public/db/media/1/2010/10/133/germanrealestate1204_eng.pdf).

NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (NAREIT), disponível em <https://www.reit.com/data-research>.

OECD, *SDBS Structural Business Statistics (ISIC REV.4): Employment of SMEs and large firms*, disponível em [https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=SSIS\\_BSC\\_ISIC4](https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=SSIS_BSC_ISIC4).

OECD, *SDBS Structural Business Statistics (ISIC REV.4): Total number of enterprises, by sector*, disponível em [https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=SSIS\\_BSC\\_ISIC4](https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=SSIS_BSC_ISIC4).

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, OFFICE OF INVESTOR EDUCATION AND ADVOCACY, *Investor Bulletin: Real Estate Investment Truts (REITs)* (2011), disponível em: <https://www.sec.gov/files/reits.pdf>.