

ANÁLISE SUCINTA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO MERCADO HABITACIONAL PORTUGUÊS

02.01.2010

Índice

I.	Introdução	3
II.	Enquadramento jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII)	4
III.	Enquadramento fiscal dos FII	8
IV.	O mercado e os valores em carteira dos FII (2004-2009) ..	10
V.	Os FII e os activos destinados a habitação em Outubro de 2009	13
	i. Valores Patrimoniais em Activo	
	ii. Representação espacial	
VI.	Projectos de Construção de Reabilitação em carteira nos FII	16
VII.	Os Fundos de Investimento Imobiliário Para Arrendamento Habitacional (FIIAH)	18
VIII.	O Projecto Jessica	21
IX.	Observações finais	22

Anexo

I. Introdução

Os objectivos deste trabalho passam por apresentar da forma mais próxima e fiel possível a actuação dos fundos de investimento imobiliário no mercado habitacional português. Recorreu-se por isso aos dados que a Comissão de Mercado de Valores Mobiliário (CMVM) disponibiliza na Internet, sob a forma de caracterização agregada dos valores em gestão pelos fundos, como também da composição das respectivas carteiras.

Admita-se logo à partida uma ressalva: nenhum dos tipos de fundos de investimento imobiliário em funcionamento e/ou existentes em letra de lei comporta como objectivo cimeiro a aquisição de imóveis para habitação permanente (excepto, claro está, os Fundos de Investimento Imobiliário Para Arrendamento Habitacional, embora com uma expressão reduzida, como à frente se verá).

A dinâmica impressa ao mercado de habitação nos últimos anos, não terá tido como principal factor a actividade dos fundos, embora uma caracterização dos seus activos, motivos da actuação e impactos no sistema financeiro e no mercado de imobiliário em geral não sejam de ignorar. O texto que se segue procurou, assim, dar resposta a essa necessidade.

II. Enquadramento jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário

A actividade dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII) rege-se por um conjunto de Decretos-Lei e de Regulamentos e Instruções da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), que dão forma à existência jurídica e económica dos FII, bem como às obrigações que lhes cabem cumprir para com o mercado de capitais relativas à divulgação de informação.

O mais relevante deste conjunto de regulamentação é o Decreto-Lei n.º 60/2002 de 20 de Março que estabelece o Regime Jurídico dos FII, cuja leitura nos permite uma acessível apreensão das estruturas e dos princípios que integra. O artigo 2.º (Noção), n.ºs 1 e 2, refere.

- “Os fundos de investimento imobiliário, (...) são instituições de investimento colectivo, cujo **único objectivo consiste no investimento, nos termos previstos no presente diploma e na respectiva regulamentação, dos capitais obtidos junto dos investidores** e cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos”
- “Os fundos de investimento constituem patrimónios autónomos, pertencentes, no regime especial de comunhão regulado pelo presente diploma, a uma pluralidade de pessoas singulares e colectivas designadas «participantes».”

Uma característica saliente dos Fundos de Investimento em geral é a sua tipologia, vertida no Artigo 3.º do citado diploma:

- “Os fundos de investimento podem ser abertos, fechados ou mistos”.
- “São abertos os fundos cujas unidades de participação são em **número variável**” [i.e., cujo número de subscritores e de capitais são susceptíveis de aumentar ou diminuir ao longo do tempo de duração do fundo]
- “São fechados os fundos de investimento cujas unidade de participação são em **número fixo** [i.e., cujo valor dos capitais a dispor pelo fundo são fixados num valor determinado aquando da constituição do fundo, só podendo vir a ser alterado por decisão em assembleia de participantes; **o artigo 43.º dispõe ainda que a**

“oferta de distribuição de unidades de participação de fundos de investimentos fechados pode ser pública ou particular”]

- “São mistos os fundos de investimento em que existem duas categorias de unidade de participação, sendo uma em número fixo e outra em número variável”

Um dos vectores determinantes na actividade dos fundos é a sua administração, entenda-se, a condução dos negócios em que o fundo intervém. Assim, no Artigo 6.º vem:

- “Sem prejuízo do disposto no número seguinte, **a administração dos fundos de investimento imobiliário é exercida por uma sociedade gestora de fundos de investimento imobiliário, (...) com sede principal e efectiva em Portugal.**
- “A administração dos fundos de investimento imobiliário pode também ser exercida por uma sociedade gestora de fundos de investimento mobiliário, sendo-lhe aplicáveis as regras definidas no presente diploma”.

Em salvaguarda dos investidores, o Artigo 9.º refere que:

- “As sociedades gestoras, no exercício das suas funções, devem actuar no interesse exclusivo dos participantes”.

Já no Capítulo II (Artigo 20.º) é mencionada outra particularidade desta forma jurídica de investimento, que vai aliás de encontro com os deveres de Regulação e Supervisão dos mercados financeiros pelo Estado:

- **“A constituição de fundos de investimento imobiliário está sujeita a autorização simplificada da CMVM.”** [Esta entidade vai fiscalizar e regular a actividade dos fundos, dos seus negócios, assim como forçar à transparência da sua gestão e à correcta valorização dos seus activos...]

O Artigo 25.º vinca os critérios qualitativos que o activo do fundo deve cumprir, de forma a respeitar a sua natureza:

- “O activo de um fundo de investimento imobiliário pode ser constituído por **imóveis e liquidez.**”
- “Os imóveis podem integrar o activo de um fundo de investimento em **direito de propriedade, de superfície, ou através de outros direitos equivalentes.**”
- “Os imóveis detidos pelos fundos de investimento imobiliário correspondem a **prédios urbanos ou fracções autónomas,** podendo

a CMVM definir em regulamento outros valores, designadamente **prédios rústicos ou mistos¹, unidade de participação em fundos de investimento imobiliário e outro activos equiparáveis.**"

No artigo 38.º do citado diploma (Composição do património) são por sua vez vincadas as seguintes regras quantitativas sobre o activo dos fundos abertos:

- "O valor dos imóveis e de outros activos equiparáveis, definidos em regulamento da CMVM nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 25.º, **não pode representar menos de 75% do activo total do fundo de investimento;**"
- "**O desenvolvimento de projectos de construção não pode representar, no seu conjunto, mais de 25%** do activo total do fundo de investimento";
- "O valor de um imóvel ou de outro activo equiparável, definido em regulamento da CMVM nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 25.º, **não pode representar mais de 20% do activo total do fundo de investimento.**"

(...)

- "**O endividamento não pode representar mais de 25%** do activo total do fundo de investimento".

Já quanto aos fundos de investimento fechados (artigo 46.º), os limites remetem para os do artigo 38.º, com pequenas adaptações, nomeadamente:

- "**O desenvolvimento de projectos de construção não pode representar, no seu conjunto, mais de 50% do activo total** do fundo de investimento, salvo se tais projectos se destinarem à reabilitação de imóveis, caso em que tal limite é de 60%".

A priori do que fica exposto, estabelece-se já no artigo 26.º a tipologia das actividades e operações permitidas pela gestão do fundo:

- "**Aquisição de imóveis para arrendamento ou destinados a outras formas de exploração onerosa;**"
- "**Aquisição de imóveis para revenda;**"
- "**Aquisição de outros direitos sobre imóveis, (...) tendo em vista a respectiva exploração económica.**" [ex: lugares de garagem]

¹ A Secção I-A do Regulamento da CMVM 1/2005 vem dar extensão a isto mesmo ao consagrar a figura de Fundos Especiais de Investimento Imobiliários como aqueles que podem deter em carteira, além dos bens já referidos, "prédios mistos ou rústicos, simples direitos de exploração sobre imóveis e instrumentos financeiros derivados" (Artigo 7.º-B).

- **“Desenvolver projectos de construção e de reabilitação de imóveis** com umas das finalidades previstas [nos pontos anteriores]”.

Por fim, é igualmente de importância fundamental os critérios pelos quais são avaliados os imóveis. O artigo 29.º estabelece que os imóveis devem ser avaliados por pelo menos dois peritos avaliadores independentes, nas seguintes condições:

- **“Previamente à sua aquisição e alienação”;**
- **“Previamente ao desenvolvimento de projectos de construção,** por forma, designadamente, a determinar o valor do imóvel a construir;”
- **“Sempre que ocorram circunstâncias susceptíveis de induzir alterações significativas no valor do imóvel;”**
- **“Com uma periodicidade mínima de dois anos.”**

III. Enquadramento fiscal dos Fundos de Investimento Imobiliário

À semelhança do que sucede para os Fundos de Investimento Mobiliário, a tributação dos rendimentos obtidos por Fundos de Investimento Imobiliário, que se constituem e operem de acordo com a legislação nacional, depende da natureza dos mesmos. Assim, no âmbito deste texto, e para efeitos fiscais, há a considerar três casos tipo: Fundos de Investimento Imobiliário (FII), Fundos de Investimento Imobiliário em Reabilitação Urbana (FIIRU) e Fundos de Investimento Imobiliário para Arrendamento Habitacional (FIIAH).

A.

No que diz respeito aos FII, **aos rendimentos obtidos pelo fundo, ou seja, na sua maioria, rendimentos prediais, é aplicada um taxa de tributação autónoma de 20% sobre o rendimento colectável** (rendimentos de exploração líquidos dos encargos de conservação e manutenção suportados, devidamente documentados). **Na consideração das mais-valias prediais é igualmente aplicada uma taxa de tributação autónoma de 25% sobre o rendimento colectável** (50% da diferença positiva entre mais-valias e menos-valias realizadas e apuradas de acordo com o Código do IRS).

Os prédios integrados em FII estão também isentos de IMI e IMT (exceptuam-se do exposto os imóveis integrados em FII Mistos ou Fechados de subscrição particular por investidores não particulares ou por instituições financeiras por conta daqueles, em que as taxas de IMI e IMT são reduzidas para metade).

B.

Quanto aos FIIRU, este tipo de fundos surgiram no âmbito do Regime Extraordinário de Apoio à Reabilitação urbana, instituído pelo artigo 82.º da Lei n.º 67-A/2007 de 31 de Dezembro de 2007 (Diploma do Orçamento de Estado para 2008). São abrangidos por esse diploma as acções de reabilitação que tenham por objecto imóveis que preencham, pelo menos, uma das seguintes condições: sejam prédios urbanos arrendados passíveis de actualização faseada das rendas nos termos dos artigos 27.º e seguintes do NRAU; sejam prédios urbanos localizados em áreas de reabilitação urbana.

Os rendimentos de qualquer natureza auferidos por FIIRU que operem de acordo com a legislação nacional e que se constituam entre 1 de Janeiro de

2008 e 31 de Dezembro de 2012 e desde **que pelo menos 75% dos seus activos sejam bens imóveis sujeitos a acções de reabilitação realizadas nas áreas de reabilitação urbana estão isentos de IRC.**

Os prédios urbanos objectos de acções de reabilitação são passíveis de isenção de IMI por um período de cinco anos (dependente de deliberação da assembleia municipal), a contar do ano, inclusive, da conclusão da mesma reabilitação, podendo esta isenção ser renovada por um período adicional de três anos. Por fim, **no que respeita ao IVA, as empreitadas de construção, reconstrução, beneficiação ou conservação de imóveis são tributadas à taxa reduzida de 5%.**

C.

A Lei de Orçamento de Estado para 2009 (Lei 64-A/2008 de 31 de Dezembro) aprovou um regime aplicável aos FIAH, nomeadamente através do artigo 102.º e seguintes que estipulam: **estarem isentos de IRC os rendimentos obtidos por FIAH constituídos entre 1 de Janeiro de 2009 e 31 de Dezembro de 2013 e estarem isentos de IRC e IRS os rendimentos respeitantes a unidades de participação** nos FIAH pagos ou colocados à disposição dos respectivos titulares.

Estão ainda isentas de IRS as mais-valias resultantes da transmissão de imóveis destinados à habitação própria a favor dos FIAH, que ocorra por força da conversão do direito de propriedade desses imóveis num direito de arrendamento.

Outras isenções: **isenção de IMI dos prédios urbanos destinados ao arrendamento para habitação permanente** que integrem o património dos FIAH; **isenção de IMT nas aquisições de prédios urbanos ou de fracções autónomas de prédios urbanos destinados exclusivamente a arrendamento para habitação permanente; isenção de IMT das aquisições de prédios urbanos ou de fracções autónomas de prédios urbanos destinados a habitação própria e permanente, em exercício da opção de compra pelos arrendatários dos imóveis** que integram os FIAH; **isenções de imposto de selo** em certos actos conexos com a transmissão de imóveis.

Alguns destes normativos e ainda outros, que consagram situações de benefícios fiscais aos fundos de investimento, estão vertidas no artigo 22.º do Estatuto dos Benefícios Fiscais, complementado por legislação variada de que se foi fazendo referência nos pontos acima.

IV. O mercado e os valores em carteira dos FII (2004-2009)

Os fundos de investimento imobiliário (FII) detinham, em Outubro de 2009, mais de 11 mil milhões de € sob gestão em activos que se consubstanciavam em direitos de propriedade e exploração sobre, entre outros, lugares de garagem, terrenos, escritórios ou habitações.

De Dezembro de 2004 à actualidade, **os capitais investidos em FII aumentaram à razão de 772.783 M€/ano (o que equivale a uma taxa de crescimento anual de cerca de 11%)**, passando de 7.050 Mil M€ para 11.687 Mil M€. O número de entidades gestoras aumentou de 26 para 53 e o número de fundos de 65 para 244. Consequentemente a capitalização média dos fundos fixava-se em Outubro de 2009 em 47.898 M€, menos de metade da registada em Dezembro de 2004 (estes valores traduzem uma proliferação do número de fundos, obedecendo a lógicas de investimento e “planeamento fiscal” diferenciadas, tendência que tem levado à constituição de fundos com vocações específicas e de menor dimensão em detrimento de fundos mais generalistas e de maior dimensão).

Quadro 1: Principais valores para 2004-2009

	<i>Dez-04</i>	<i>Dez-06</i>	<i>Dez-07</i>	<i>Out-09</i>
Valores sob gestão	7,050,500,000 €	9,673,900,000 €	10,448,700,000 €	11,687,200,000 €
N.º de entidades gestoras	26	31	50	53
N.º de Fundos	65	177	204	244
Capitalização média	108,500,000 €	54,700,000 €	51,219,118 €	47,898,361 €

(fonte:CMVM)

Ao contrário dos fundos de investimento mobiliário, o património imobiliário que integra os FII não sofreu, no período em estudo, e em Portugal, grande variabilidade no seu valor, tendo mantido uma tendência de valorização até pelo menos finais de 2008. Ainda assim, **os FII não reflectiram em 2009, ano de recessão económica, uma deflação dos valores de activos que os integram, tendo mesmo aumentando em 1.052 Mil M€ o valor desta rúbrica**. De notar que os mecanismos de avaliação do grosso destes activos não se processa da mesma forma que nos activos mobiliários negociados em bolsa, onde existe uma cotação contínua para os mesmos, e uma permanente negociação. No caso dos FII, **as actualizações de valor estão sujeitas às regras fixadas no artigo**

29.º do Dec.-Lei n.º 60/200, já referido, pelo qual se apreende que qualquer alteração fundamental nos valores dos activos imobiliários que os integram se deve repercutir com algum atraso em relação à conjuntura envolvente.

De acrescentar que a estrutura de carteira dos FII não se alterou substancialmente, com as diferentes rubricas a ocuparem sensivelmente os mesmos valores relativos em relação ao total, como se constata no quadro seguinte. As *construções acabadas* constituem a maioria dos activos que os FII possuem, detendo os terrenos a segunda posição, com cerca de 15-16% do total. A *construção de reabilitação* manteve um peso diminuto, enquanto os *outros projectos de construção* aumentaram à volta de 6 p.p. entre as duas datas.

Quadro 2: Rubricas dos activos em carteira dos FII

Imóveis situados em Estados da União Europeia	Dez-05		Out-09	
	Valor	% Total	Valor	% Total
Terrenos	1,198,500,000 €	16.2%	1,972,300,000 €	15.0%
Construção de Reabilitação	41,400,000 €	0.5%	175,500,000 €	1.3%
Outros Projectos de Construção	633,400,000 €	8.6%	1,965,300,000 €	15.0%
Construções Acabadas	5,486,400,000 €	74.4%	8,895,600,000 €	67.7%
Direitos	10,200,000 €	0.1%	131,000,000 €	1.0%

(fonte:CMVM)

No que diz respeito à função de destino dos activos (Quadro 3), observa-se que a rubrica com maior estabilidade é a designada *comércio*, logo seguida de *outros*. Assim, é de realçar que **os imóveis destinados a habitação ocupam em Outubro de 2009 13,8%, fruto de uma tendência em crescendo que fez a rubrica “saltar” 6 p.p. de 2004 para o presente.**

Apesar de tudo, o valor desta rúbrica não é exuberante, nem as razões do seu crescimento evidentes, pois **os fundos criados exclusivamente para arrendamento habitacional (FIIAH) só representam 0,9% do total do imobiliário de todos os FII**, com o resto dos imóveis habitacionais dispersos por vários fundos, onde nunca constituem a maioria do património, e com aqueles que estão na situação de “não arrendados”, logo não sujeitos a exploração económica, a constituírem uma fatia considerável **(com base numa amostra, estima-se que na cidade de Lisboa estes constituam cerca de 45% do número de imóveis habitacionais registados nos fundos)**².

² Para informação mais detalhada sobre imóveis para habitação em carteira dos FII em geral e dos FIIAH em particular, ver pontos seguintes (V. e VII.)

Quadro 3: Finalidade dos Imóveis em carteira

Imóveis situados em Portugal (% do total)	Dez-04	Dez-05	Dez-06	Dez-07	Dez-08	Out-09
Habitação	8.3%	6.1%	10.1%	10.8%	11.5%	13.8%
Comércio	20.7%	22.1%	21.4%	18.1%	18.0%	19.6%
Serviços	42.2%	46.7%	41.7%	41.8%	38.9%	35.8%
Outros	28.8%	25,0%	26.6%	29.3%	31.6%	30.8%

(fonte:CMVM)

Por fim, no que diz respeito ao *ranking* dos 10 maiores fundos em Outubro de 2009, estes são geridos por entidades ligadas às principais instituições bancárias em Portugal: Caixa Geral de Depósitos, Banco Espírito Santo e Banco Santander estão nos três primeiros lugares. De notar que os cinco principais fundos nesta data faziam já parte deste ranking em Dezembro de 2004, pelo que a principal estratégia das entidades gestoras terá sido a consolidação das posições ocupadas, **não obstante a quota de mercado dos 10 maiores fundos ter passado de 60% em 2004 para 38% em Outubro 2009 (resultado do aumento do número dos fundo, já referido).**

Quadro 4: Ranking dos 10 maiores FII em Out. 2009

Entidade	Fundo	Out-09	
		Valor (Milhões €)	%
Fundimo	FUNDIMO	860,7	7,4%
ESAF	GESPATRIMÓNIO RENDIMENTO	818,2	7,0%
Santander Asset Management	NOVIMOVEST	450,8	3,9%
BPN	F.I.I. ABERTO BPN IMONEGÓCIOS	408,3	3,5%
Banif Gestão de Activos	BANIF IMOPREDIAL – F.I.I. ABERTO	384,5	3,3%
Fimoges	FUNGERE	344,6	2,9%
Millennium BCP	AF PORTFÓLIO IMOBILIÁRIO	309,7	2,6%
Fimoges	FUNDES	298,1	2,6%
Silvip	FUNDO DE VALORES E INVESTIMENTOS PREDIAIS - VIP	296,7	2,5%
Finivalor	FINIPREDIAL	270,1	2,3%
Outros		7.245,5	62,0%
	TOTAL	11.687,1	100,0%

(fonte:CMVM)

V. Os FII e os activos destinados a habitação em Outubro de 2009

Como já foi acima referido, os activos imobiliários destinados à habitação constituíam, em Outubro de 2009, 13,8% do activo dos FII, o que correspondia a cerca de 1.521 Mil M€. A partir de uma amostra que reuniu cerca de 40% em valor desses imóveis, foi possível pôr em destaque alguns dos factos que os caracterizam.

Assim, o município mais representado da amostra é o de Lisboa, com 10,6% da área imobiliária total e 19,6% do valor patrimonial total. Seguem-se, por ordem decrescente, os Municípios de Oeiras, Porto, Cascais, Sintra e Funchal (Quadro 5).

Quadro 5: Valores agregados relevantes

% do total	LISBOA	OEIRAS	PORTO	CASCAIS	SINTRA	FUNCHAL
ÁREA	10.6%	6.0%	5.4%	5.1%	4.0%	3.9%
VALOR	19.6%	5.7%	6.8%	6.1%	4.4%	4.9%

(fonte:CMVM) [Em anexo listagem integral.]

Quanto à valorização por metro quadrado, Lisboa destaca-se novamente pela primeira posição, seguida por outros dos principais centros urbanos do país (Quadro 6).

Quadro 6: Valor/m² na amostra

LISBOA	CASCAIS	FUNCHAL	ALMADA	GUIMARAES	MAIA	MATOSINHOS	BRAGA	PORTO
2,367 €	2,069 €	1,961 €	1,657 €	1,616 €	1,476 €	1,460 €	1,425 €	1,406 €

(fonte:CMVM) [Em anexo listagem integral.]

De realçar que, cotejando os valores contabilísticos com os valores de uma sondagem ao mercado de intermediação imobiliária realizada no mesmo mês de Outubro (Portal CasaYes – apartamentos em Portugal Continental), verificamos grandes discrepâncias entre os valores de mercado e os valores contabilístico, ora num sentido, ora noutro. Assim, para o Município de Lisboa, os valores de mercado têm uma cotação 17,8% abaixo do estimado para os FII, o Município do Porto -27,4%, enquanto Vila do Conde ou

Guimarães têm cotações, respectivamente, 57,7% e 84,3% acima do mercado.

Quadro 7: Comparação de valores/ m²

	MERCADO	FII	% Mercado
LISBOA	2,573 €	2,367 €	-8.0%
CASCAIS	2,232 €	2,069 €	-7.3%
PORTO	1,936 €	1,406 €	-27.4%
MATOSINHOS	1,833 €	1,460 €	-20.3%
COIMBRA	1,670 €	1,320 €	-21.0%
ALMADA	1,670 €	1,657 €	-0.8%
SINTRA	1,339 €	1,176 €	-12.2%
VF XIRA	1,239 €	1,118 €	-9.8%
BEJA	1,235 €	1,525 €	23.5%
BARREIRO	1,205 €	1,374 €	14.0%
VILA DO CONDE	1,204 €	1,899 €	57.7%
VN GAIA	1,197 €	836 €	-30.2%
MAIA	1,098 €	1,476 €	34.4%
SANTO TIRSO	1,040 €	1,222 €	17.5%
GONDOMAR	948 €	1,197 €	26.3%
SANTARÉM	938 €	993 €	5.9%
PÇS FERREIRA	898 €	651 €	-27.5%
GUIMARÃES	877 €	1,616 €	84.3%
BRAGA	874 €	1,425 €	63.0%
SJ MADEIRA	738 €	651 €	-11.8%
<i>Mediana</i>			-4.0%

Num exercício de identificação das zonas onde os FII mais investem, foram assinalados no mapa das cidades do Porto, Matosinhos, Vila Nova de Gaia e Maia a localização dos imóveis contidos na amostra³. O mesmo exercício foi estendido para a cidade de Lisboa⁴.

Em baixo exibem-se dois cortes parciais desses registos. Na cidade do Porto, por exemplo, identificam-se três zonas e dois eixos de concentração do investimento. Note-se que nenhuma das zonas é homogénea em termos de preço/m², com imóveis muito valorizados a coexistirem com outros de mais baixa cotação.

Figura 1: Cidade do Porto: localização de imóveis habitacionais

³<http://maps.google.com/maps/ms?ie=UTF&msa=0&msid=102939616864241541443.00047be045c644ab203e1>

⁴<http://maps.google.com/maps/ms?ie=UTF&msa=0&msid=102939616864241541443.00047d73131187306e96c>

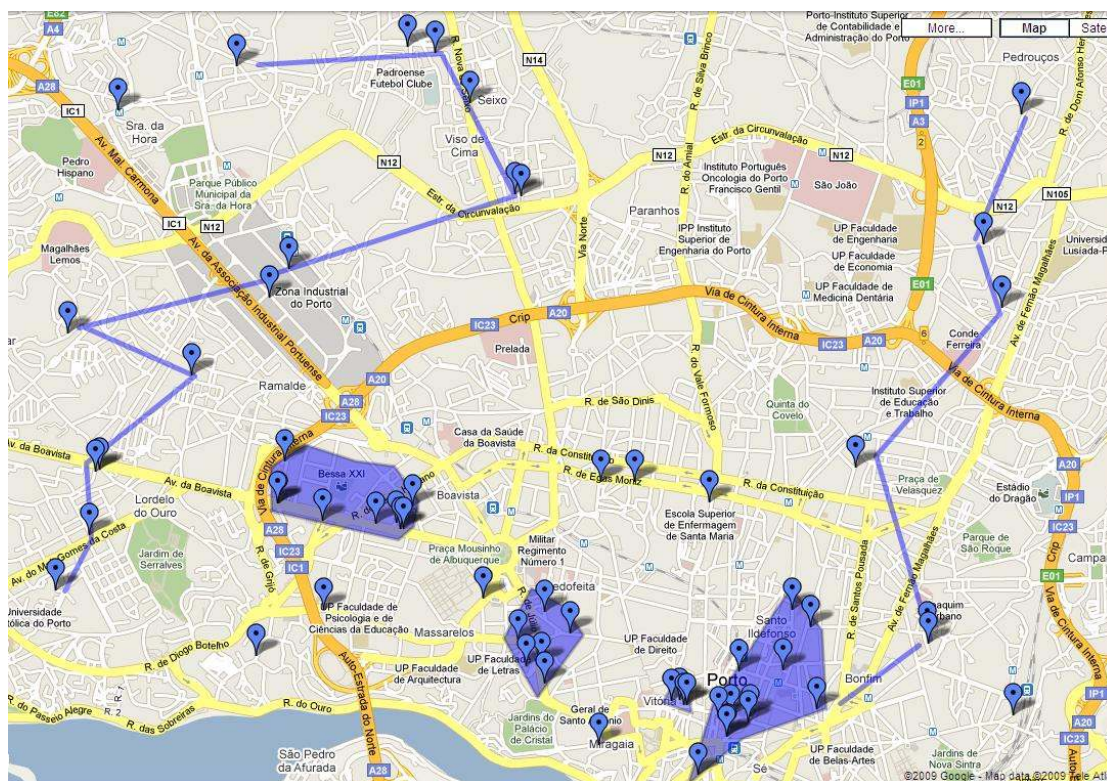


Figura 2: Cidade de Lisboa: localização de imóveis habitacionais



VI. Projectos de Construção de Reabilitação em carteira nos FI

A Lei de Orçamento de Estado para 2008 consagrou medidas extraordinárias de apoio a acções de reabilitação urbana. Foi então aprovado o Regime Extraordinário de Apoio à Reabilitação Urbana, que entre outros, estabelece:

- “Os incentivos fiscais [referidos já em III.] consagrados no presente regime são aplicáveis às **acções de reabilitação iniciadas no período de 1 de Janeiro de 2008 a 31 de Dezembro de 2010** e que se encontrem concluídas até 31 de Dezembro de 2012.” (Artigo 1.º,1)
- “São abrangidas pelo presente diploma as acções de reabilitação que tenham por objecto imóveis que preencham, pelo menos uma das seguintes condições: **sejam prédios urbanos arrendados passíveis de actualização faseada das rendas [nos termos do NRAU]; sejam prédios urbanos localizados em áreas de reabilitação urbana.**” (Artigo 1.º,2)
- “Os **prédios urbanos objecto de acções de reabilitação são passíveis de isenção de imposto municipal sobre imóveis por um período de cinco anos**, a contar do ano, inclusive, da conclusão da mesma reabilitação.” (Artigo 5.º,1)
- “Ficam isentos de IRC os rendimentos de qualquer natureza por fundos de investimento imobiliário que operem de acordo com a legislação nacional, desde que se constituam entre 1 de Janeiro de 2008 e 31 de Dezembro de 2012 e **pelo menos 75% dos seus activos sejam bens imóveis sujeitos a acções de reabilitação realizadas nas áreas de reabilitação urbana.**” (Artigo 6.º,1 – FIIRU)

Em 31 de Outubro de 2009, estavam registadas **49 acções de construção de reabilitação nos fundos sob supervisão da CMVM, distribuídas por 18 fundos, 9 deles reunindo os critérios para serem considerados fundos de investimento imobiliário em reabilitação urbana (FIIRU)**. Estes projectos constituíam 1,3% do valor em carteira dos fundos, tendo passado de 41.400 M€ em Dezembro de 2005 para 175.500 M€ em Outubro de 2009.

O quadro seguinte sumaria os principais factos das acções de reabilitação, naturalmente em diferentes estádios de desenvolvimento. Apenas 3 municípios portugueses têm acções de reabilitação no terreno,

sendo que uma intervenção em Vila Nova de Gaia ainda está em fase de projecto.

Quadro 8: Caracterização das acções de reabilitação

	Área (%)	Valor (%)	N.º
Amadora	23.0%	19.3%	8
Porto	12.5%	8.9%	8
Lisboa	35.1%	71.8%	32
Vila Nova de Gaia	29.4%	1.5%	1
Total	100.0%	100.0%	49

Considere-se ainda o facto de que nem todas estas acções se destinarem a reabilitar o parque habitacional, embora possamos dizer que a grande maioria o são. Para uma visualização territorial das mesmas nas cidades de Porto, Lisboa e Amadora consultar o sítio (os valores por m² devem ser relativizados):

<http://maps.google.com/maps/ms?ie=UTF&msa=0&msid=102939616864241541443.00047e12118f8b17d0b3c> .

VII. Os Fundos de Investimento Imobiliário Para Arrendamento Habitacional (FIIAH)

O regime especial aplicável aos FIIAH foi aprovado com a Lei de Orçamento de Estado para 2009. O artigo 104.º da referida Lei estabelece que a “constituição e o funcionamento dos FIIAH, bem como a comercialização das respectivas unidades de participação, regem-se pelo disposto no Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário” [já analisado no ponto I.]. No entanto, os FIIAH integram especificidades próprias, designadamente:

- “São constituídos sob a forma de fundos fechados de subscrição pública ou de subscrição particular” (artigo 2.º)
- “À composição do património do FIIAH é aplicável o disposto no artigo 46.º do Regime jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário, sendo que, pelo menos, **75% do seu activo total é constituído por imóveis situados em Portugal, destinados a arrendamento para habitação permanente.**” (artigo 4.º, n.º1)
- “Os mutuários de contratos de crédito à habitação que procedam à alienação do imóvel objecto do contrato a um FIIAH podem celebrar com a entidade gestora do fundo um contrato de arrendamento.” (artigo 5.º, n.º1)

À data de 31 de Outubro de 2009 havia três FIIAH registados na CMVM: dois sob gestão da Caixa Geral de Depósitos (CGD) e um sob gestão do Banco Espírito Santo (BES). Deve dizer-se que, do aumento em valor dos activos dos FII ocorrido entre 1 Janeiro e 31 de Outubro de 2009 (1,052,000,000 €), **sensivelmente 10% corresponde a capitais dos FIIAH.** Embora, como já foi referido, a sua parte no total de imóveis património dos FII não alcance 1%, **representam cerca de 6% do total de imóveis para habitação integrantes em todos os fundos, pelo que se pode afirmar que a inovação legislativa não foi isenta de efeitos.**

Os três fundos registados na CMVM têm no entanto grandes diferenças entre si. O fundo sob alçada do BES, embora tenha um Valor Patrimonial Global (Activos - Passivos) de 20,036,734 €, não detém à data de 31 de Outubro de 2009 qualquer activo imobiliário em carteira, sendo esta constituída antes por unidades de participação num outro fundo e liquidez (depósito à ordem e fundo de tesouraria), situação esta que deve a breve

trecho ser revertida com vista à satisfação do critério que enunciada no artigo 4.º, n.º1, acima referido.

Os dois fundos geridos pela CGD em conjunto detêm 258 habitações ou fracções, sendo que o FIIAH de criação mais recente (Outubro 2009) possui apenas 19 desse total. Em notícia recente (*Jornal de Notícias de 16-12-2009*), um responsável da CGD é citado a afirmar que até Abril, dos imóveis que integram o fundo mais antigo “20% tinham sido alienados pelos clientes, os restantes 80% foram adquiridos propositadamente para colocar no mercado de arrendamento”. **Donde se pode concluir que além de um objectivo mais imediato (dar saída aos imóveis de mutuários incumpridores), a decisão de dar um regime legal e fiscal diferenciado para estes fundos também serviu, embora de forma incipiente, para dinamizar o mercado de arrendamento em geral.** Num total de 16.814 créditos a habitação abatidos ao activo (procedimento anterior à execução da garantia) pelo sistema bancário em Portugal até ao fim de Novembro de 2009 (Banco de Portugal), o número dos imóveis alienados aos FIIAH não terá ultrapassado uma centena. A razão para este valor tão baixo, podemos conjecturar, estará relacionada com a preferência dos bancos pelas execuções hipotecárias, forma mais expedita de reaver o capital emprestado (através do leilão dos imóveis) e num valor provavelmente superior ao da avaliação imobiliária administrativa dos fundos⁵.

O Município mais representado é Paços de Ferreira, com 70 imóveis, cuja cotação média se cifra em 598€/m²; a seguir vem Vila Nova de Gaia com 47 imóveis a uma cotação média de 570€/m².

Quadro 9: Número de imóveis registados nos FIIAH da CGD

PÇS FERREIRA	VN GAIA	BOMBARRAL	LISBOA	SINTRA	PORTO	SJ MADEIRA
70	47	22	17	17	9	8

(fonte:CMVM) [Em anexo listagem integral.]

De realçar que as avaliações médias dos imóveis registadas nestes dois fundos (Quadro 9) se ficam sempre abaixo do valor da avaliação bancária divulgadas trimestralmente pelo INE. Tanto os valores divulgados para as Áreas Metropolitanas de Lisboa e Porto, 1379€/m² e 1160€/m², respectivamente,

⁵ Pode também acontecer que a avaliação do imóvel no momento do incumprimento seja inferior ao capital em dívida ao banco (em inglês, *negative equity*) o que automaticamente força a execução. A preferência pela execução em leilão pode também estar relacionada com um comportamento dos agentes económicos identificado pelas *Finanças Comportamentais* (Richard H.Thaler – *Anomalies: The Winner’s Curse*, 1988): em contexto de leilão muito concorrido, a licitação vencedora tende a ser superior ao valor intrínseco do bem em causa.

como os que desagregam o território por NUT II: Norte, 1015€/m²; Centro, 979€/m²; Lisboa e Vale do Tejo 1312€/m²; Alentejo, 1074€/m²; Algarve, 1409€/m² (INE, 3.º trimestre 2009).

Quadro 10: Avaliações médias dos imóveis: valor/m²

BARREIRO	SINTRA	COIMBRA	PORTO	LISBOA	MATOSINHOS	SJ MADEIRA
1,008 €	953 €	939 €	874 €	869 €	855 €	822 €

(fonte:CMVM) [Em anexo listagem integral.]

Numa comparação mais completa, podemos afirmar que os imóveis registados nos FIAH têm, na sua grande maioria, uma valorização por m² inferior aos valores de mercado. Como se pode confirmar pelo Quadro 10, o valor por m² registado nos FIAH é, excepto para o Município de São João da Madeira, inferior ao valor de mercado e ainda ao valor médio registado nos FI.

Quadro 11: Avaliações médias dos imóveis: mercado e fundos

	Mercado	FII	FIAH
BARREIRO	1,205 €	1,374 €	1,008 €
SINTRA	1,339 €	1,176 €	953 €
COIMBRA	1,670 €	1,320 €	939 €
PORTO	1,936 €	1,406 €	874 €
LISBOA	2,573 €	2,367 €	869 €
MATOSINHOS	1,833 €	1,460 €	855 €
SJ MADEIRA	738 €	651 €	822 €
BOMBARRAL	Nd.	954 €	778 €
GONDOMAR	948 €	1,197 €	765 €
ALMADA	1,670 €	1,657 €	747 €
SANTA CRUZ	Nd.	742 €	699 €
MAIA	1,098 €	1,476 €	676 €
PÇS FERREIRA	898 €	651 €	598 €
VN GAIA	1,197 €	836 €	570 €
SANTARÉM	938 €	993 €	516 €
SANTO TIRSO	1,040 €	1,222 €	620 €

VIII. O Projecto Jessica

O Jessica (*Joint European Support for Sustainable Investment in City Areas*) é um projecto de índole comunitária, criado em 2006, que visa o combate à degradação das cidades e o reforço da competitividade das mesmas. O governo português assinou no passado **mês de Julho um contrato com vista à constituição de um Fundo Jessica, cujo capital inicial foi realizado com recurso a fundos do QREN e da Direcção-Geral de Tesouro e Finanças**. A gestão está entregue ao Banco Europeu de Investimentos (BEI) e a um Comité de Investimentos onde têm assento, entre outros, os gestores dos Programas Operacionais do QREN.

Este fundo funcionará como uma *holding* que vai gerir os financiamentos a atribuir **a Fundos de Desenvolvimento Urbano** que vejam as suas candidaturas aprovadas. Estas entidades terão acesso a cerca de 130 milhões de euros em fundos do QREN, sendo de esperar que este processo de “engenharia financeira” estimule as parcerias público privadas e beneficie do conhecimento de instituições financeiras especializadas. No entanto, até ao presente não foi constituído nenhum Fundo de Desenvolvimento Urbano.

Acresce referir, que o *Jessica* não constitui uma nova fonte de financiamento para os Estados-Membros, mas sim uma forma inovadora de utilizar as dotações dos Fundos Estruturais (canalizados através dos programas operacionais) para apoiar projectos de desenvolvimento urbano com a seguinte tipificação:

- Infra-estruturas urbanas nos sectores dos transportes, da água, do saneamento, da energia, etc;
- Componentes do património histórico ou cultural;
- Requalificação de zonas industriais abandonadas;
- Espaço para escritórios destinado a PME; edifícios universitários;
- Melhoria da eficiência energética.

IX. Observações finais

Procurar trazer a lume alguns factos da actividade pouco conhecida dos fundos de investimento imobiliário foi o principal *leit-motiv* deste trabalho. Embora o acesso aos dados não tenha sido plenamente disponibilizado, tira-se a conclusão que a actividade destas formas de investimento imobiliário devem ser regularmente acompanhadas.

A relação entre a actividade dos fundos e as obrigações fiscais são aspectos que importará analisar em futuros trabalhos. Porém, interessa também, de hoje para o futuro, acompanhar a actividade dos FIAH, e das acções de reabilitação urbana (FIRU), meios privilegiados que os fundos têm de intervir no mercado habitacional.

No que concerne às valorizações dos imóveis habitacionais em carteira dos fundos, estes não apresentam, regra geral, cotações por m² superiores às sondadas para o mercado no mês de Outubro.

Anexo

[Quadro 5: Valores agregados relevantes]

(%) do total	ÁREA	VALOR
LISBOA	10.6%	19.6%
OEIRAS	6.0%	5.7%
PORTO	5.4%	6.8%
CASCAIS	5.1%	6.1%
SINTRA	4.0%	4.4%
FUNCHAL	3.9%	4.9%
VF XIRA	2.9%	1.9%
MAIA	2.4%	3.5%
AVEIRO	2.2%	1.5%
SETUBAL	1.8%	1.6%
COIMBRA	1.7%	1.8%
AMADORA	1.5%	1.8%
MATOSINHOS	1.4%	0.9%
VNGAIA	1.3%	0.8%
FIGUEIRA DA FOZ	1.1%	1.1%
GONDOMAR	1.1%	1.2%
VALONGO	1.0%	1.1%
BRAGA	0.9%	0.9%
TORRE VEDRAS	0.9%	0.6%
ALMADA	0.8%	1.2%
STO TIRSO	0.8%	0.7%
GUIMARAES	0.6%	0.8%
ÉVORA	0.4%	0.3%
BEJA	0.4%	0.4%
VILA DO CONDE	0.2%	0.4%
BEJA	0.3%	0.4%
VILA DO CONDE	0.2%	0.3%

[Quadro 6: Valor/m² na amostra]

LISBOA	2,367 €
CASCAIS	2,069 €
FUNCHAL	1,961 €
VILA CONDE	1,899 €
ALMADA	1,657 €
GUIMARAES	1,616 €
BEJA	1,525 €
MAIA	1,476 €
MATOSINHOS	1,460 €
BRAGA	1,425 €
PORTO	1,406 €
BARREIRO	1,374 €
LOURES	1,360 €
OEIRAS	1,350 €
AMADORA	1,343 €
COIMBRA	1,320 €
FIGUEIRA FOZ	1,253 €
STO TIRSO	1,222 €
ÉVORA	1,216 €
TORRE VEDRAS	1,202 €
PONTA DELGADA	1,201 €
GONDOMAR	1,197 €
SINTRA	1,176 €
AVEIRO	1,174 €
SETÚBAL	1,163 €
VF XIRA	1,118 €
MIRANDELA	1,085 €
CALDAS RAINHA	988 €
PALMELA	928 €
VN GAIA	836 €
PAÇ FERREIRA	782 €
SJ MADEIRA	651 €

[Quadro 9: Número de imóveis registados nos FIIAH da CGD]

PÇS FERREIRA	70
VN GAIA	47
BOMBARRAL	22
LISBOA	17
SINTRA	17
PORTO	9
SANTA CRUZ	8
SANTO TIRSO	6
COIMBRA	4
GONDOMAR	4
SANTARÉM	4
ALMADA	3
BARREIRO	3
MATOSINHOS	3
MAIA	2

[Quadro 10: Avaliações médias dos imóveis: valor/m²]

BARREIRO	1,008 €
SINTRA	953 €
COIMBRA	939 €
PORTO	874 €
LISBOA	869 €
MATOSINHOS	855 €
SJ MADEIRA	822 €
BOMBARRAL	778 €
GONDOMAR	765 €
ALMADA	747 €
SANTA CRUZ	699 €
MAIA	676 €
PAÇOS FERREIRA	598 €
VN GAIA	570 €
SANTARÉM	516 €