

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

O IMPACTO DO FIM DA ISENÇÃO EM SEDE DE IMT PARA
OS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO AO NÍVEL
DO MERCADO DE CAPITAIS

ANA MARGARIDA DOS SANTOS SILVA

OUTUBRO - 2019

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

O IMPACTO DO FIM DA ISENÇÃO EM SEDE DE IMT PARA
OS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO AO NÍVEL
DO MERCADO DE CAPITAIS

ANA MARGARIDA DOS SANTOS SILVA

ORIENTAÇÃO:

PROF. DRA. INÊS MARIA GALVÃO TELES FERREIRA DA
FONSECA PINTO

OUTUBRO - 2019

RESUMO

O presente estudo investiga o impacto que a recente proposta de fim da isenção fiscal em sede de IMT para os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) tem nas suas rendibilidades e analisa as suas consequências ao nível do investimento no mercado de capitais. Analisamos 19 fundos que representam cerca de 56% do valor líquido global dos FIIs em atividade em Portugal e 36% do valor sob gestão de toda a indústria.

Começamos por fazer uma análise descritiva do comportamento dos mercados imobiliário e acionista entre 2008 e 2019, em Portugal. Quantificamos o impacto da aprovação da proposta supramencionada para o período entre 2016 e 2018. Por fim, procedemos ao estudo das correlações entre o mercado imobiliário e o mercado acionista com e sem reflexão desta medida fiscal, para o mesmo período, no sentido de analisar possíveis alterações no comportamento dos mercados. Tendo em conta que o período em análise inclui o período de crise financeira vivido em Portugal, executamos uma análise por subperíodos: pré-crise (2008 e 2009), crise (2010 a 2014) e pós-crise (2015 a 2019).

De um modo geral, quer num período pré-crise, quer num período crise, constatamos que os mercados imobiliário e acionista se comportam de forma oposta e, portanto, os investimentos imobiliários são uma boa estratégia de diversificação do risco de uma carteira composta por ações. Contudo, num período pós-crise os mercados passam a comportar-se de forma semelhante e, como tal, neste período os investimentos imobiliários perdem parte da sua capacidade de diversificação do risco.

A aprovação do fim da isenção em sede de IMT acarreta quedas significativas nas rendibilidades oferecidas pelos FIIs e influencia a dinâmica e comportamento dos mercados imobiliário e acionista. Contribui para o aumento da correlação entre os mesmos e, como tal, para a diminuição do potencial do imobiliário como fator de diversificação do risco de um *portfolio* composto por ações.

Palavras-chave: Fundos de Investimento Imobiliário, Imobiliário, Ações, Rendibilidades, Impostos, Risco, Diversificação.

Classificação JEL: G11; R30

ABSTRACT

This paper investigates the impact that the recent proposal to end the IMT (Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis) tax exemption for the Real Estate Investment Funds (REIFs) has on their returns and analyzes its consequences on capital market investment. We analyze 19 funds representing around 56% of the overall net value of REIFs operating in Portugal and 36% of the value under management of the entire industry.

We begin by making a descriptive analysis of the behavior of the real estate and equity markets between 2008 and 2019 in Portugal. We quantify the impact of the approval of the above mentioned proposal for the period between 2016 and 2018. Finally, we study the correlations between the real estate market and the stock market with and without reflection of this fiscal measure, for the same period, in order to analyze possible changes in market behavior. Given that the period under this research includes the period of financial crisis that occurred in Portugal, we carry out a subperiod analysis: pre-crisis (2008 and 2009), crisis (2010 to 2014) and post-crisis (2015 to 2019).

Overall, either in the pre-crisis period or in the crisis period, we find that real estate and equity markets behave in the opposite direction and therefore real estate investments are a good risk diversification strategy for a *portfolio* of equities. However, in a post-crisis period, markets behave similarly and as such in this period real estate investments lose their risk diversification capacity.

Approval of the end of the IMT exemption leads to significant decreases in the returns offered by the REIFs and influences the dynamics and behavior of the real estate and equity markets. In fact, it leads to the increase of the correlation of the two markets and therefore to the decrease of the real estate potential as a risk diversification factor of a *portfolio* containing stocks.

Keywords: Real Estate Investment Funds, Real Estate, Stocks, Returns, Taxes, Risk, Diversification.

JEL Classification: G11; R30

AGRADECIMENTOS

Este trabalho marca o fim de um trajeto acadêmico mas também pessoal que foi muito pensado e desejado. Nem sempre fácil mas muito recompensador e prazeroso. Agradeço desde já a todos os que partilharam esta viagem comigo.

À Professora Doutora Inês Maria Galvão Teles Ferreira da Fonseca Pinto, por ter aceitado este desafio, por toda a sua disponibilidade, orientação, pela liberdade de ação e por todos os conselhos atenciosos que me deu durante este percurso.

Aos meus pais, Alice e Alberto, pelo apoio incondicional. Por todos os sábios e carinhosos conselhos, pelas palavras de coragem e motivação nos momentos mais difíceis e por celebrarem comigo todas as pequenas conquistas. Obrigada por tudo.

À minha irmã, Telma, pelo exemplo. O teu caminho incentiva-me, sempre, a olhar o futuro com alegria, sabedoria e garra.

Ao meu namorado e melhor amigo, Ruben, companheiro nesta viagem e em todas as outras, pelo amor. Contigo ao meu lado nunca terei receio, seja qual for a viagem.

À minha melhor amiga, Ana, por viver mais esta etapa da minha vida como se dela fosse, por nunca me deixar “descarrilar” com o seu exemplo de força e determinação. Por todo o seu carinho e amizade.

Por último, mas não menos importante, às minhas parceiras e amigas de todas as horas, Mafalda e Inês, nesta que foi mais uma etapa das nossas vidas que vivemos em conjunto, por todo o companheirismo e perseverança, por, sem saberem, sempre me incentivarem a fazer mais e melhor. Seguimos juntas.

Muito obrigada.

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela I - Estatísticas descritivas das rendibilidades dos índices imobiliário e acionista entre o 1T2008 a 1T2019.....	22
Tabela II - Correlações entre as rendibilidades dos índices imobiliário e acionista entre o 1T2008 e 1T2019	23
Tabela III - Estatísticas descritivas das rendibilidades dos índices imobiliário e acionista, no período pré-crise (1T2008 a 4T2009).....	24
Tabela IV - Correlações entre as rendibilidades dos índices imobiliário e acionista, no período pré-crise (1T2008 a 4T2009).....	25
Tabela V – Estatísticas descritivas das rendibilidades dos índices imobiliário e acionista, no período crise (1T2010 a 4T2014).	25
Tabela VI - Correlações entre as rendibilidades dos índices imobiliário e acionista, no período crise (1T2010 a 4T2014).....	26
Tabela VII - Estatísticas descritivas das rendibilidades dos índices imobiliário e acionista, no período pós-crise (1T2015 a 1T2019).	28
Tabela VIII - Correlações entre as rendibilidades dos índices imobiliário e acionista, no período pós-crise (1T2015 a 1T2019)	29
Tabela IX – Estatísticas Descritivas do impacto do IMT nas rendibilidades apresentadas pelos FIIs, entre 2016 e 2018.	30
Tabela X - Estatísticas Descritivas do volume de aquisições de imóveis efetuadas pelos fundos, entre 2015 e 2018.	31
Tabela XI - Rendibilidades dos índices imobiliário e acionista, com e sem IMT, entre 2016 e 2018.	33
Tabela XII - Estatísticas descritivas das rendibilidades dos índices imobiliário e acionista, com e sem IMT, entre 2016 e 2018.	33
Tabela XIII - Matriz de correlação entre os índices imobiliário e acionista, com e sem IMT, entre 2016 e 2018.	34

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Evolução do número de FIIs, em Portugal.	4
Figura 2 - Modo de funcionamento de um FII	8
Figura 3 - Número médio de UPs em circulação dos FIIFs, a 31 de dezembro.....	27
Figura 4 - Volume de ações transacionadas no mercado secundário, a 31 de dezembro.	28

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1 - Lista de fundos que compõem a amostra.....	40
Anexo 2 - Rendibilidades apresentadas pelos fundos, sem IMT.....	41
Anexo 3 - Rendibilidades apresentadas pelos fundos, com IMT.	42
Anexo 4 - Impacto do IMT nas rendibilidades dos FIIs.....	43

LISTA DE ABREVIATURAS

APFIPP	Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios
CIMT	Código do Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis
CIRC	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
CIRS	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
EBF	Estatuto dos Benefícios Fiscais
FEIIs	Fundos Especiais de Investimento Imobiliário
FIIIs	Fundos de Investimento Imobiliário
FIIAs	Fundos de Investimento Imobiliário Abertos
FIIFs	Fundos de Investimento Imobiliário Fechados
IMI	Imposto Municipal sobre Imóveis
IMT	Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
IRS	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
IS	Imposto do Selo
OIC	Organismos de Investimento Coletivo
RGOIC	Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo
SIGIs	Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária
SIIMOs	Sociedades de Investimento Imobiliário
UPs	Unidades de Participação
VLGF	Valor Líquido Global do Fundo

ÍNDICE

RESUMO	I
ABSTRACT	II
AGRADECIMENTOS	III
ÍNDICE DE TABELAS	IV
ÍNDICE DE FIGURAS	V
ÍNDICE DE ANEXOS	V
LISTA DE ABREVIATURAS	VI
1. INTRODUÇÃO	1
2. ENQUADRAMENTO	3
2.1. Fundos de Investimento Imobiliário: origem e evolução em Portugal.....	3
2.2. Regulação e Fiscalização	6
2.3. Funcionamento e atividade	6
2.4. Tipologia.....	8
2.5. Enquadramento fiscal	8
2.6. Enquadramento contabilístico e reconhecimento do encargo com IMT	10
3. REVISÃO DA LITERATURA	11
3.1. Imobiliário vs. Ações: vantagens e desvantagens	11
3.2. Imobiliário: papel de diversificação do risco de uma carteira.....	13
3.3. Imobiliário e a Fiscalidade	16
4. DADOS E METODOLOGIA	17
4.1. Dados	17
4.2. Metodologia de Investigação	18
5. RESULTADOS EMPÍRICOS	22
5.1. Comportamento mercados imobiliário e acionista, em Portugal, no período entre o 1º Trimestre de 2008 e o 1º Trimestre de 2019.....	22
5.1.1. <i>Pré-Crise (1T2008 a 4T2009)</i>	24
5.1.2. <i>Crise (1T2010 a 4T2014)</i>	25
5.1.3. <i>Pós- crise (1T2015 a 1T2019)</i>	28
5.2. Impacto do IMT nas rendibilidades dos FIIs.....	29
5.3. Comportamento dos mercados imobiliário e acionista com o fim da isenção fiscal em sede de IMT.....	32
6. CONCLUSÕES	35
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	38
8. ANEXOS	40

1. INTRODUÇÃO

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) configuram-se como um instrumento indireto de investimento no setor imobiliário, criado na década de 80 em Portugal, com o intuito de dinamização do setor. Do ponto de vista do investidor, é uma opção de canalização de poupanças alternativa a outras opções de investimento no mercado de capitais, nomeadamente ao investimento em ações.

O governo português criou, à data, uma série de benefícios fiscais à sua constituição seguida de outras iniciativas legislativas de promoção de uma discriminação fiscal positiva deste tipo de instrumentos face ao que seria o regime fiscal de um particular que pretendesse investir no mercado imobiliário.

Grande parte da atratividade inerente a este tipo de instrumentos reside no regime fiscal vantajoso a que se encontram sujeitos. Um estudo levado a cabo por Razina e Cardoso (2005) aponta para o facto de que uma parte significativa da rentabilidade oferecida pelos FIIs resulta das isenções fiscais de que beneficiam. Mais concretamente, verificam que mais de um terço da rentabilidade oferecida é fruto da isenção de que estes organismos gozam em sede de Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis (IMT).

Recentemente, foi aprovada, na votação na especialidade do Orçamento de Estado para 2019 (OE2019), uma proposta com o intuito de pôr fim à isenção fiscal em sede de IMT de que os FIIs beneficiavam.

Deste modo, identificámos como oportunidade de investigação analisar qual o impacto da aprovação desta proposta nas rentabilidades apresentadas pelos FIIs e quais as suas consequências ao nível do investimento no mercado de capitais, na ótica de um investidor particular. Mais concretamente, propomo-nos a analisar se o fim da isenção fiscal em sede de IMT comporta algum condicionamento ao nível do papel dos investimentos imobiliários enquanto instrumento diversificador do risco de uma carteira de tradicionalmente composta por ações.

Para tal, começamos por analisar o comportamento do mercado acionista e do mercado imobiliário em Portugal, desde 2008. Recolhemos dados trimestrais acerca de ambos os mercados para o período entre 2008 e 2019. Construámos índices de rentabilidades representativos de ambos os mercados e estudamos a sua correlação.

Tendo em conta que, durante esta altura, Portugal passou por um período de forte instabilidade económica e financeira, em resultado da crise financeira que atingiu o país e, de forma a isolar o efeito da crise, efetuamos uma análise por subperíodos, na qual consideramos que em 2008 e 2009 se vive o período pré-crise, entre 2010 e 2014, o período crise e após 2015, o período pós-crise. Numa segunda fase, repercutindo para o passado a proposta de fim de isenção em sede de IMT para os FIIs, quantificamos o impacto da mesma nas suas rendibilidades para o período entre 2016 e 2018. Numa terceira e última fase, expomos de que forma é que o impacto verificado nas rendibilidades oferecidas pelos FIIs afeta a dinâmica e comportamento dos mercados imobiliário e acionista. Para tal, construímos novos índices representativos dos mercados que espelham o fim da isenção em sede de IMT.

A amostra selecionada para este estudo inclui 19 fundos, que representam cerca de 56,49% do valor líquido global dos FIIs em atividade em Portugal e 36,37% do valor sob gestão de toda a indústria (FIIs, Fundos Especiais de Investimento Imobiliário (FEIIs) e Fundos de Gestão de Património Imobiliário (FUNGEPI)).

Verificamos que, quer num período pré-crise, quer num período crise, os mercados imobiliário e acionista se comportam de forma oposta, o que faz com que o investimento imobiliário seja uma boa alternativa para os investidores que procurem diversificar o risco de uma carteira composta por ações. No período crise e perante a instabilidade vivida no mercado acionista, constatamos à semelhança de Maria (2013) que os investidores tendem a alterar a sua rota de investimento, procurando o investimento imobiliário em detrimento do investimento em ações. Contudo, num período pós-crise, verificamos que os mercados passam a comportar-se de forma semelhante e, como tal, neste período os investimentos imobiliários perdem parte da sua atratividade enquanto alternativa de diversificação do risco.

Verificamos também que a aprovação do fim da isenção em sede de IMT acarreta quedas significativas nas rendibilidades oferecidas pelos FIIs e influencia a dinâmica e comportamento dos mercados imobiliário e acionista, contribuindo para o aumento da correlação entre ambos os mercados.

Esta investigação contribui para ampliar a literatura existente na medida em que pretende colmatar uma lacuna acerca de como eventuais alterações fiscais podem

condicionar as decisões de investimento. É útil do ponto de vista do investidor uma vez que possibilita a previsão e gestão de futuros impactos, bem como o planeamento de investimentos futuros. É útil do ponto de vista do regulador na medida em que apresenta de que forma é que tal iniciativa legislativa afeta o comportamento dos mercados, permitindo a gestão de futuros impactos económicos. Por último, é pertinente do ponto de vista da comunidade académica e dos mercados na medida em que expomos uma análise descritiva daquele que tem sido o comportamento entre os mercados imobiliário e acionista, nos últimos anos em Portugal.

Esta investigação encontra-se estruturada da seguinte forma: na secção 2 apresentamos um breve enquadramento acerca da indústria de FIIs em Portugal; na secção 3 segue-se a revisão da literatura, na qual são descritos ambos os mercados e apresentados argumentos acerca das vantagens e desvantagens inerentes aos investimentos quer num, quer noutra mercado, bem como acerca do papel dos investimentos imobiliários como estratégia de diversificação do risco de um *portfolio*; na secção 4 descrevemos os dados que foram recolhidos e a metodologia de investigação adotada; na secção 5 apresentamos os resultados obtidos e, por último, na secção 6 discutimos as principais conclusões.

2. ENQUADRAMENTO

Os fundos de investimento são organismos de investimento coletivo (OIC). Resultam da concentração de capitais de diversos investidores que procuram uma alternativa de canalização das suas poupanças. Os FIIs efetuam uma aplicação específica dos capitais angariados em bens imóveis.

2.1. Fundos de Investimento Imobiliário: origem e evolução em Portugal.

Os FIIs foram regulamentados pela primeira vez em Portugal, em 1985, com a aprovação do Decreto-Lei nº 246/85, de 12 de julho. Era intuito do governo português criar um novo instrumento de aplicação de poupanças que contribuísse para a dinamização do mercado de capitais e do setor imobiliário, na esperança de que este instrumento fosse um auxílio para solucionar os problemas que o setor atravessava.

No entanto, os primeiros FIIs surgiram apenas em 1987 em resultado da criação de incentivos fiscais à sua constituição e de alterações à legislação inicialmente

publicada, por força do Decreto-Lei n.º 1/87, de 3 de janeiro e do Decreto-Lei n.º 101/87, de 6 de março, respetivamente. Os incentivos fiscais introduzidos assumiam a forma de isenção na esfera dos mais variados impostos, nomeadamente: sisa, contribuição predial, imposto sobre as mais valias nas transmissões onerosas de imóveis, imposto de capitais e imposto do selo.

Mais tarde, em 1989, por força do Decreto-Lei n.º 215/89, de 1 de julho, surgiu o Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF) que se constituiu como um reforço aos incentivos fiscais concedidos aos FIIs. A sua redação original previa, por exemplo, isenção em sede de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC) sobre os rendimentos gerados por estes veículos de investimento.

Todas estas iniciativas legislativas de promoção de uma discriminação positiva do regime fiscal dos FIIs, relativamente ao regime fiscal de um particular, tinham como objetivo o aumento da atratividade deste tipo de instrumentos e, conseqüentemente, o seu crescimento no mercado português. Para além destas iniciativas, também o surgimento da figura dos Fundos Especiais de Investimento Imobiliário (FEIIs¹), por força da publicação do Decreto-Lei n.º 13/2005, de 7 de janeiro, veio manifestar uma crescente flexibilização relativamente a estes veículos de investimento indireto e contribuir para o seu crescimento a nível nacional.

A **Erro! Autorreferência de marcador inválida.** demonstra a evolução e crescimento dos FIIs, em Portugal, nestas últimas décadas.

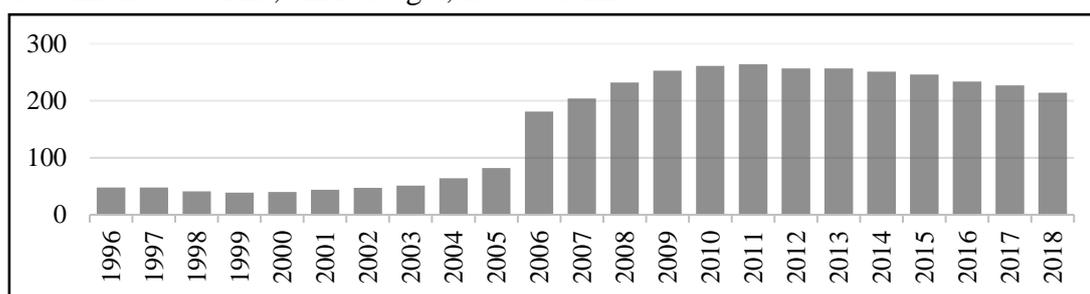


Figura 1 - Evolução do número de FIIs, em Portugal.

Fonte: CMVM

¹ Os FEIIs, podem integrar no seu ativo, além dos bens que são suscetíveis de integrarem o património dos FIIs, “prédios mistos ou rústicos, direitos de exploração sobre imóveis e instrumentos financeiros derivados”. Vide Art.º 7º-B do Regulamento n.º 8/2002 da CMVM.

De um modo geral, constata-se um crescimento da indústria de FIIs em Portugal. O número de fundos aumenta com especial relevância a partir de 2006, em parte como resultado do surgimento da figura dos FEIIs, decrescendo, contudo, a partir de 2013. Este decréscimo indicia uma aparente perda de atratividade por parte destes instrumentos, cuja origem pode advir de diversos fatores, nomeadamente, da instabilidade vivida em consequência da forte crise económica que atingiu Portugal em 2010.

Atualmente, em Portugal, existem 214 fundos, administrados por 47 sociedades gestoras, com um montante sob gestão de, aproximadamente, 10,6 mil milhões de euros².

Os FIIs são um veículo indireto, não cotado, de investimento no setor imobiliário. Constituem-se como uma alternativa ao investimento direto em bens imobiliários e ao investimento indireto através de Sociedades de Investimento Imobiliário (SIIMOs) e de Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária (SIGIs).

As SIIMOs surgiram em 2010 por força da publicação do Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de junho que passou a permitir a constituição de FIIs sob forma societária. As SIIMOs são veículos indiretos de investimento não cotados, à semelhança dos FIIs, no entanto, distinguem-se destes quanto à personalidade jurídica, tipologia e capital social.

As SIGIs também conhecidas globalmente como Real Estate Investment Trusts (REITs) foram recentemente reguladas em Portugal com a publicação do Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro. As SIGIs constituem-se como um veículo de investimento cotado, contrariamente aos FIIs e às SIIMOs. Afiguram-se como um novo tipo de sociedade de investimento imobiliário cujas ações são obrigatoriamente negociadas em mercado. Dedicam-se exclusivamente a ativos imobiliários e têm como objetivo a promoção do investimento e a dinamização do mercado imobiliário, em particular do mercado de arrendamento. Uma das suas particularidades é o facto

² Fonte: CMVM (através das Estatísticas Periódicas acerca dos indicadores mensais do mercado de capitais português a janeiro de 2019.)

de terem de fazer uma distribuição obrigatória de 90% dos lucros obtidos com ações e UPs e 75% dos restantes lucros, sem prejuízo de que, pelo menos, 75% do montante líquido das vendas de ativos tem de ser reinvestido. Como tal, quanto às principais vantagens deste veículo de investimento destacam-se a liquidez, a transparência, a simplificação e proteção dos investidores.

2.2. Regulação e Fiscalização

O mercado português de FIIs é regulado e fiscalizado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), que passou a ter competência exclusiva para o fazer em resultado da separação de poderes com o Banco de Portugal, após publicação do Decreto-Lei n.º 323/97, de 26 de novembro. Atualmente, os FIIs encontram-se sujeitos ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC), aprovado em anexo à Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, republicado pelo Decreto-lei n.º 56/2018, de 9 de julho e alterado pela Lei n.º 35/2018, de 20 de julho.

Para além da CMVM, o setor da Gestão de Fundos de Investimento Imobiliário é representado pela Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (APFIPP), que tem como missão a defesa dos interesses das entidades associadas, a apresentação de propostas de diplomas legais e regulamentares relativamente a aspetos técnicos e jurídicos, bem como a exposição e análise das rendibilidades dos fundos e do mercado.

Ambas as entidades contribuem com o fornecimento de dados acerca da indústria conduzindo a uma maior transparência no setor e conseqüente proteção dos investidores.

2.3. Funcionamento e atividade

Um investidor que pretenda participar num FII deve iniciar um processo de subscrição de unidades de participação (UPs). A partir do momento em que o investidor adquira uma UP torna-se participante do FII.

Uma vez que os FIIs são desprovidos de personalidade jurídica exige-se que os mesmos sejam administrados por uma sociedade gestora³, que assume a responsabilidade de representação dos participantes do fundo e de atuação no exclusivo interesse dos mesmos. As sociedades gestoras são responsáveis pelas decisões de investimento, contabilidade do fundo, cumprimento dos deveres de informação e controlo e supervisão das atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo.

Adicionalmente, são também responsáveis por garantir aos participantes do fundo o cumprimento das obrigações legais e do regulamento de gestão, os depositários⁴. Os ativos que constituem a carteira de um FII são confiados a um único depositário. Regra geral, assumem este papel as instituições financeiras. O depositário é responsável, entre outras coisas, por receber todos os pagamentos efetuados pelos participantes, pagar-lhes a sua quota-parte dos resultados e assegurar o seu reembolso em caso de resgate de UPs.

As funções de administração do fundo e de depositário devem ser exercidas de forma separada e independente⁵ no sentido de evitar conflitos de interesses entre o depositário, a sociedade gestora e o fundo ou os respetivos participantes.

Para que o processo de subscrição de UPs seja possível e, dado que não são transacionadas em bolsa, é necessária uma entidade comercializadora⁶ que permita a colocação à disposição das UPs ao público investidor. Pode assumir-se como entidade comercializadora, a sociedade gestora, a entidade depositária ou outras.

³ Vide Art.º 65º e 66º do RGOIC.

⁴ Vide Art.º 120º e 121º do RGOIC.

⁵ Vide Art.º 123º do RGOIC.

⁶ Vide Art.º 129º do RGOIC.

A título ilustrativo, a Figura 2 apresenta o modo de funcionamento dos FIIs bem como a relação com as demais entidades relacionadas (Pinto, 2011).

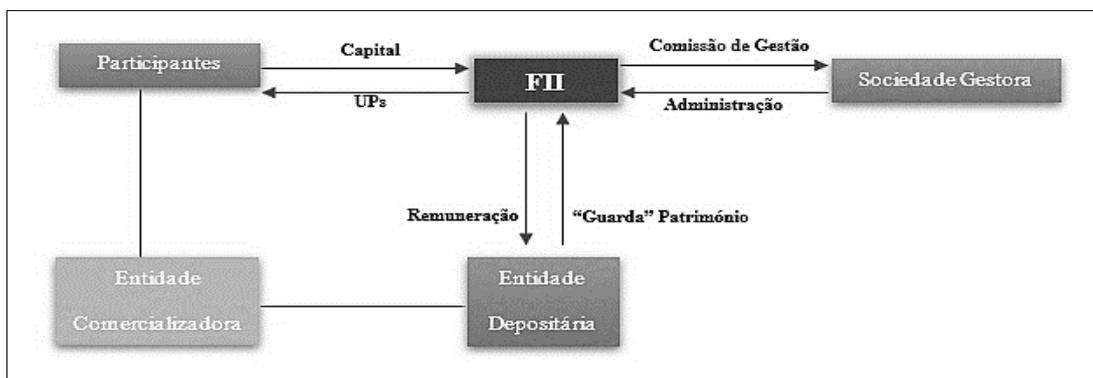


Figura 2 - Modo de funcionamento de um FII

2.4. Tipologia

Os FIIs distinguem-se, quanto à variabilidade do capital, entre Fundos de Investimento Imobiliário Abertos (FIAs) e Fundos de Investimento Imobiliário Fechados (FIIFs).

Os FIAs não fixam o número de UPs disponíveis. As UPs variam com a procura e, como tal, o seu número aumenta mediante atos de subscrição e diminui em caso de resgate.

Os FIIFs, ao contrário dos fundos abertos, fixam o número de UPs disponíveis. Deste modo, um investidor que esteja interessado em investir num determinado fundo terá de adquirir as UPs no mercado secundário, isto é, a um investidor que já participe no fundo e esteja interessado em vender as suas UPs.

Os fundos podem ainda ser distinguidos, quanto à forma de remuneração do capital, em fundos de capitalização, quando os rendimentos gerados têm como objetivo o reinvestimento ou em fundos de rendimento, caso optem pela distribuição de dividendos parciais ou totais.

2.5. Enquadramento fiscal

Os FIIs são veículos indiretos de investimento no setor imobiliário cuja atratividade se deve, em grande parte, ao regime fiscal vantajoso a que se encontram sujeitos.

Em 2015, o regime de tributação dos FIIs sofreu fortes alterações em resultado da publicação do Decreto-Lei nº 7/2015, de 13 de janeiro. Este decreto foi concebido com o intuito de estabelecer uma aproximação entre o regime fiscal nacional, aplicado aos FIIs, e o praticado pela maioria dos Estados Membros da União Europeia (UE),

A sua publicação motivou a substituição de um regime de tributação “por dentro” por um regime de tributação “à saída”, com efeito a partir de 1 de julho de 2015.

Tal significa que, até 30 de junho de 2015, os rendimentos obtidos pelos FIIs, nomeadamente, rendimentos prediais e de mais valias, eram tributados única e exclusivamente na esfera do fundo. Os participantes estavam fiscalmente isentos relativamente a quaisquer rendimentos associados à sua UP. Com a alteração introduzida em 2015, tais rendimentos passam a ser tributados na esfera dos participantes.

O novo e atual regime de tributação prevê que os FIIs estejam sujeitos a tributação trimestral em sede de Imposto do Selo (IS) à taxa de 0,0125% sobre o Valor Líquido Global do Fundo (VLGF). Adicionalmente, prevê também sujeição a tributação em sede de IRC. Contudo os FIIs só são tributados na esfera deste imposto caso obtenham rendimentos que não se qualifiquem, para efeitos de IRS, como rendimentos de capitais, prediais ou mais-valias ou quando estes provenham de fontes localizadas em regimes fiscais claramente mais favoráveis.

A tributação destes rendimentos passa então a ser feita na esfera dos participantes do fundo em sede de IRS por retenção na fonte, a título definitivo, no momento de distribuição de rendimentos e resgate de UPs, ou nos termos e regras do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (CIRS)⁷ em caso de mais-valias resultantes da alienação de UPs.

Esta substituição provocou alterações no valor da UP e consequentemente nas rendibilidades apresentadas pelos FIIs. Até 30 de junho de 2015, num regime de tributação “por dentro” o valor da UP já incluía os impostos devidos, sendo publicada

⁷ Vide Art.º 10.º e 43.º do CIRS.

líquida desses mesmos valores. Atualmente, na presença de um regime de tributação “à saída”, o valor da UP não integra os impostos devidos sendo, por isso, publicada bruta dos impostos sobre o rendimento a que os participantes se encontram sujeitos.

Em matéria de isenções fiscais, até recentemente, os FIIs gozavam de isenção em sede de Imposto Municipal sobre Imóveis (IMI) e IMT. Porém, foi aprovada, na votação na especialidade do Orçamento de Estado para 2019 (OE2019), uma proposta com o intuito de pôr fim à isenção fiscal em sede de IMT. Em resultado da aprovação da proposta e da consequente perda de isenção em sede de IMT, os FIIs passam a estar sujeitos a tributação, sem qualquer informação que preveja o contrário, às taxas de IMT prevista no Art.º17º do Código do Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis (CIMT). Esta alteração será objeto de estudo no presente trabalho.

Importa referir que já em 2016 havia sido feita uma tentativa de pôr fim à isenção de IMT, mas sem sucesso, uma vez que, à data, o governo não revogou o Decreto-Lei n.º 1/87, de 3 de janeiro e, como tal, os FIIs acabavam por reclamar em tribunal o montante de IMT pago na aquisição de imóveis.

2.6. Enquadramento contabilístico e reconhecimento do encargo com IMT

De acordo com o RGOIC⁸, os imóveis detidos pelos FIIs devem ser alvo de avaliações periódicas, efetuadas no mínimo de 12 em 12 meses por, pelo menos, dois peritos independentes.

Os bens imóveis adquiridos pelos FIIs devem ser valorizados ao custo de aquisição até que seja exigida uma avaliação, nos termos previstos pelo RGOIC⁹. A partir desse momento, o valor do imóvel deve corresponder à média das duas avaliações efetuadas pelos peritos avaliadores.

No que diz respeito à contabilização do encargo com o IMT, entende-se que, à semelhança de uma empresa que adote a Norma Contabilística de Relato Financeiro

⁸ Vide Art.º 144º nº1 do RGOIC.

⁹ Vide Art.º 144º nº4 e 7 do RGOIC.

7 (NCRF 7)¹⁰ cuja base advém da Norma Internacional de Contabilidade IAS 16, um FII deverá integrar o encargo com o IMT no valor de aquisição do ativo, não devendo reconhecê-lo como gasto uma vez que verifica os critérios para ser capitalizado.

3. REVISÃO DA LITERATURA

3.1. *Imobiliário vs. Ações: vantagens e desvantagens*

A literatura existente é vasta quanto à evidência da relevância que o setor imobiliário tem vindo a assumir enquanto alternativa de canalização de poupanças. São muitos os autores que apresentam as suas perspetivas acerca das vantagens e desvantagens desta opção investimento comparativamente às opções de investimento, tradicionalmente conhecidas, em ações e obrigações.

Ennis & Burik (1991), Ibbotson & Siegel (1984), Ziobrowski & Ziobrowski (1997), expõem nos seus estudos algumas diferenças significativas entre o mercado imobiliário e o mercado mobiliário, referindo-se mais concretamente aos mercados acionista e obrigacionista.

A primeira diferença reside no facto de os bens imobiliários apresentarem características muito próprias. Duas ações são exatamente iguais entre si, mas dificilmente se pode dizer o mesmo de dois bens imóveis. Um segundo aspeto é o facto de o mercado imobiliário ser um mercado no qual existe menos informação disponível comparativamente aos mercados acionista e obrigacionista, o que se traduz em maiores custos de informação e, conseqüentemente, de transação. Os autores destacam ainda a reduzida liquidez do mercado imobiliário comparativamente ao mercado das ações e obrigações.

Para além destes aspetos, Ennis & Burik (1991) e Ibbotson & Siegel (1984) realçam o facto de no mercado imobiliário não existir forma de saber se o preço de transação dos ativos imobiliários reflete o preço de mercado dos mesmos. Este ponto é

¹⁰ (§17a): “O custo de um item do ativo fixo tangível compreende o seu preço de compra, incluindo os direitos de importação e os impostos de compra não reembolsáveis, após dedução dos descontos e abatimentos.”

especialmente relevante tendo em consideração as suas implicações no cálculo das rendibilidades dos investimentos neste setor. Ao contrário do que ocorre com as ações e obrigações, que são valorizadas a preços de mercado, os ativos imobiliários são valorizados a preços que têm por base avaliações. Esta diferença provoca distorções nas rendibilidades associadas a investimentos no mercado imobiliário e causa problemas na sua comparação com as rendibilidades das ações e obrigações.

Maria (2013) no seu estudo aborda também algumas especificidades inerentes ao setor imobiliário. A maior parte vão ao encontro das apresentadas por Ennis & Burik (1991), Ibbotson & Siegel (1984), Ziobrowski & Ziobrowski (1997), no entanto, refere uma outra característica, particularmente desvantajosa do setor imobiliário, que tem a ver com o facto de ser um mercado em que os preços transacionados são especialmente elevados, quando comparados com os valores dos mercados acionista e obrigacionista. Esta particularidade exige um elevado poder de compra por parte dos investidores e torna o setor imobiliário num mercado em que é mais difícil alcançar o equilíbrio entre a procura e a oferta.

Ainda que existam aspetos negativos associados ao mercado imobiliário, designadamente: a reduzida informação disponível; os elevados custos de transação; a reduzida liquidez; a valorização a preços com base em avaliações e os altos valores de transação, são muitas as vantagens elencadas na literatura referentes a investimentos neste setor.

Numa perspetiva de análise dos investimentos no setor imobiliário em contexto de crise económica e comparação com investimentos em ações, Maria (2013) argumenta que os investimentos no setor imobiliário dependem de vários fatores, nomeadamente das políticas monetárias e fiscais, bem como do poder de compra real e do desenvolvimento do mercado de trabalho. São investimentos que geram benefícios durante um longo período de tempo e que resistem melhor a eventuais choques e crises económicas, quando comparados com investimentos em ações.

De facto, segundo a autora, em condições de crise económica o mercado financeiro é o primeiro a ser afetado, especialmente, o mercado acionista. Este é o primeiro a sofrer o impacto negativo de uma crise económica e o último a reagir em caso de recuperação ("*First out, Last in*"). Maria (2013) defende que os mercados imobiliário

e acionista são opostos. Como tal, quando o mercado acionista está em queda ou aparenta alguma instabilidade, os investidores tendem a mudar a sua rota de investimento para o mercado imobiliário em resultado da necessidade de aumentar a eficiência das suas poupanças e retornos. Segundo a autora, o mercado imobiliário é um "barómetro" que permite avaliar o bem-estar de um país.

3.2. Imobiliário: papel de diversificação do risco de uma carteira

É precisamente sobre este comportamento divergente entre o mercado imobiliário e o mercado acionista que se centram muitos argumentos acerca do potencial dos investimentos no setor imobiliário como fator de diversificação do risco de uma carteira.

Geurts & Nolan (1997) argumentam que os investidores detêm carteiras de investimentos por razões de diversificação, ou seja, com vista à redução do risco associado aos retornos de um investimento. Distinguem riscos diversificáveis de riscos não diversificáveis. Os riscos não diversificáveis são riscos de mercado, como por exemplo, a inflação ou as taxas de juro. Os riscos diversificáveis são riscos específicos de uma determinada empresa e, como tal, investindo em diferentes empresas (diversificando) é possível reduzi-lo.

Segundo os autores, a identificação de oportunidades de diversificação pressupõe a análise dos coeficientes de correlação. O coeficiente de correlação é uma medida estatística do nível de associação entre dois títulos. Um coeficiente de correlação positivo indica que dois títulos apresentam um comportamento semelhante ao longo do tempo. Pelo contrário, um coeficiente de correlação negativo é indicativo de que dois títulos se comportam de forma oposta.

Ibbotson & Siegel (1984) verificaram a existência de uma correlação negativa entre as rendibilidades de investimentos no setor imobiliário e as rendibilidades de investimentos em ações e obrigações. Concluíram que os investimentos no setor imobiliário se constituem como uma oportunidade de diversificação das carteiras, tradicionalmente, compostas por ativos financeiros tais como ações e obrigações.

Para além da correlação negativa entre o imobiliário e as ações e obrigações, os autores verificaram uma correlação positiva do imobiliário com os certificados do

tesouro e com a inflação. Portanto, para além do potencial de diversificação, os investimentos no setor imobiliário têm a capacidade de funcionar como um escudo contra a inflação (Etebari, 2016).

Copley (1996) sugere que o imobiliário apresenta benefícios de diversificação sugerindo que durante períodos de inflação os *portfolios* que contenham imobiliário estão de certa forma protegidos contra a inflação, sendo essa proteção tanto maior quanto maior for a proporção de imobiliário presente no *portfolio*.

Vários autores preocupam-se em analisar se o potencial dos investimentos no setor imobiliário enquanto fator de diversificação do risco é influenciado pelo facto de o investimento ser efetuado de forma direta ou indireta ou a nível nacional ou internacional.

Geurts & Nolan (1997) defendem que investir no setor imobiliário é pertinente do ponto de vista da diversificação de um *portfolio*, mas encontram diferenças entre o investimento direto e indireto, no caso concreto, através de *Real Estate Investment Trust* (REITs). Verificam que investir de forma direta no setor imobiliário cumpre o objetivo de diversificação de um *portfolio* com vista à redução do risco, ainda que apresente muitas desvantagens e apenas se encontre ao alcance de grandes investidores. Já investir de forma indireta no setor imobiliário, através de REITs, falha em cumprir o propósito de diversificação, uma vez que se assemelha a investir em ações, não tendo, por isso, capacidade de substituir o investimento direto. Contudo, estas conclusões não são transversais a todas as formas de investimentos indireto no setor imobiliário. Haß *et. al.* (2012) analisaram o investimento indireto através de fundos de investimento imobiliário abertos e verificam que contribui significativamente para as carteiras dos investidores, aumentando os retornos esperados, diminuindo o risco e aumentando a diversificação das carteiras.

À semelhança de Geurts & Nolan (1997) , Hoesli, Lekander & Witkiewicz (2004) concluíram igualmente que os investimentos diretos no setor imobiliário contribuem para a diversificação do *portfolio*, sugerindo que a alocação ótima de investimentos diretos no imobiliário num *portfolio* se deve situar entre 15% e 25%, para uma redução do nível de risco do *portfolio* na ordem dos 10% a 20%.

Para além disto, os autores argumentam que a redução de risco pode ser ainda mais significativa caso um *portfolio* combine investimentos nacionais e internacionais. Contudo, alertam para o risco cambial associado a este tipo de investimentos, concluindo que a alocação entre investimentos nacionais e internacionais depende de país para país e também do facto de os retornos desses investimentos estarem ou não cobertos pelo risco cambial associado.

À semelhança destes autores, Chaudhry, Myer & Webb (1999) reforçam a tese de que o imobiliário tem um forte potencial de diversificação de uma carteira e que a redução do risco de um *portfolio* pode ser maior caso a diversificação da carteira passe por investir em imobiliário em diferentes regiões. Ciochetti, Lai & Shilling (2015) sugerem que o setor imobiliário é muito sensível a fatores nacionais e pouco influenciado por fatores internacionais, o que explica, em parte, que investir em diferentes países possa contribuir para uma redução do risco.

Por último, ainda neste âmbito, Eichholtz (1996) conclui que a diversificação internacional é mais eficaz na redução do risco para o imobiliário do que para as ações ou obrigações.

Para além da forma como o investimento é executado, isto é, de forma direta ou indireta, nacional ou internacionalmente, Ziobrowski & Ziobrowski (1997) investigaram os benefícios do investimento em imobiliário na diversificação de um *portfolio* para diferentes perfis de risco dos investidores, tendo em conta o risco adicional que advém do facto de os retornos associados ao imobiliário serem baseados em avaliações.

Segundo os autores, praticamente todos os investidores beneficiam do potencial de diversificação de investimentos no imobiliário, independentemente do seu perfil de risco. Contudo, os investidores que menos beneficiam do potencial de diversificação do imobiliário são os que se encontram em níveis extremos num espectro de risco, isto é, investidores avessos ao risco e investidores que procurem altos níveis de rendimento, independentemente do nível de risco. Os investidores que mais beneficiam são os que apresentam um perfil de risco moderado, sendo que, nesse caso, os autores estimam uma alocação ótima da carteira em investimentos imobiliários, na ordem dos 20% a 30%.

Maroney & Naka (2006) desenvolvem o seu estudo na tentativa de avaliar os benefícios da diversificação para o setor imobiliário no caso concreto dos investidores japoneses. De acordo com os autores, o investimento imobiliário contribui para uma boa diversificação das carteiras, mas não para a formação de carteiras ótimas. Verificam, à semelhança de Geurts & Nolan (1997), que os REITs, embora reduzam os custos de transação e tornem a posse de imóveis acessível, não serão provavelmente uma ferramenta atrativa de diversificação para os investidores. Constatam, no entanto, que os investidores japoneses têm uma sobrecarga de imóveis nos seus *portfolios*, o que os leva a questionar se a prevalência do imobiliário no *portfolio* dos investidores é motivada pelo desejo de diversificação ou não. Neste sentido, Iwaisako (2003) sugere que a prevalência do imobiliário no *portfolio* dos investidores japoneses pode ser motivada por vantagens fiscais na detenção de bens imóveis e não tanto por razões de diversificação.

3.3. Imobiliário e a Fiscalidade

A literatura é escassa quanto à relação entre a fiscalidade e o investimento, mais ainda, quanto ao investimento imobiliário. Alguma da investigação existente neste âmbito foca a relação entre o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) e a sua sensibilidade a fatores tributários (Shah & Slemrod, 1991) ou, especificamente direcionado para o setor imobiliário, o impacto que a motivação fiscal nas compras e vendas de imóveis pode ter no valor de mercado dos bens imobiliários e na taxa de rendibilidade associada ao investimento (Stauss, 1969).

Não existe, no entanto, evidência empírica, tanto quanto foi possível apurar, acerca de possíveis impactos que alterações em matérias fiscais podem ter nas decisões de investimento. A parca literatura existente pode eventualmente estar relacionada com uma perceção de elevada complexidade em relação aos aspetos tributários ou à dificuldade de investigação devido à especificidade que o domínio fiscal assume de país para país.

Contudo, este é um domínio que merece ser explorado dada a sua relevância quer a nível macroeconómico quer ao nível do investimento imobiliário. Andrasic *et. al.* (2018) avaliaram o efeito dos impostos no crescimento económico em 35 países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), concluindo

que o crescimento das receitas fiscais e dos impostos sobre o património têm um impacto positivo e significativo no crescimento económico. Segundo os autores, um aumento de 1% nas receitas fiscais conduz a um aumento, em média, de 0,29% do Produto Interno Bruto (PIB) e, o mesmo aumento nos impostos sobre o património, a um aumento do PIB na ordem de 0,21%. Razina & Cardoso (2005) concluíram, especificamente acerca da indústria dos FIIs, que mais de um terço da rentabilidade oferecida é fruto da isenção de que estes organismos gozam em sede de IMT, sendo os benefícios fiscais em sede de IMT os que mais impactam a rentabilidade quando comparados com os benefícios em sede de IMI.

A lacuna atualmente existente na literatura acerca de como eventuais alterações fiscais podem condicionar as decisões de investimento, constitui-se como uma oportunidade de investigação.

Neste sentido, é objetivo deste estudo, por um lado, medir o impacto da recente proposta de fim da isenção em sede de IMT para os FIIs nas suas rentabilidades e, por outro, analisar as suas consequências ao nível do investimento no mercado de capitais, verificando o impacto do fim da referida isenção fiscal no papel dos investimentos imobiliários enquanto instrumento diversificador do risco de uma carteira de investimentos.

4. DADOS E METODOLOGIA

4.1. Dados

Para a realização do presente estudo, recolheram-se, numa primeira fase, dados trimestrais acerca do VLGf, do número de UPs e das cotações de fecho do índice PSI-20¹¹, para o período entre o primeiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2019. Os dados foram recolhidos a partir da composição discriminada das carteiras dos FIIs e dos relatórios acerca dos indicadores do mercado de capitais português, ambos

¹¹ *Portuguese Stock Index*. Índice acionista de referência português que agrega as 20 empresas cotadas na bolsa de Lisboa.

divulgados pela CMVM. Numa segunda fase, recolheram-se os mesmos dados, porém numa base anual para o período entre o final de 2015 e o final de 2018.

Para efeitos de seleção da amostra consideram-se apenas fundos em atividade e que assumem especificamente a tipologia de fundos de investimento imobiliário. Excluem-se, deste modo, os Fundos Especiais de Investimento Imobiliário (FEIIs), os Fundos de Gestão de Património Imobiliário (FUNGEPI), os Fundos de Investimento Imobiliário para Arrendamento Habitacional (FIIAH) e as Sociedades de Investimento Imobiliário (SIIMOs), uma vez que apresentam características muito específicas, por terem sido criados com intuítos muito particulares e, assim, não serem representativos do investimento indireto no setor imobiliário.

Posteriormente, à semelhança dos critérios utilizados na construção do Índice APFIPP/ IPD¹² de Fundos de Investimento Imobiliário Portugueses, selecionaram-se os fundos que a 31 de dezembro de 2018 apresentavam um valor total em imóveis superior a dez milhões de euros e cujo número de participantes era superior a 5.

Assim, dos 214 fundos existentes em Portugal apurou-se uma amostra de 19 fundos (Anexo 1), que à data de 31 de dezembro de 2018 representava cerca de 56,49% do valor líquido global dos FIIs em atividade em Portugal e 36,37% do valor sob gestão de toda a indústria (FIIs, FEIIs e FUNGEPI). Dos 19 FIIs selecionados, 9 assumem a tipologia de FIIAs e 10 a de FIIFs. Os 9 FIIAs representam 100% da indústria de FIIAs e os 10 FIIFs apenas 15,32% do total sob gestão dos fundos fechados.

4.2. Metodologia de Investigação

Neste trabalho investigamos o impacto do fim da isenção em sede de IMT para os FIIs nas suas rendibilidades e as suas consequências no mercado de capitais.

Contudo, no sentido de melhor compreender a relação entre o mercado imobiliário e o mercado acionista, executamos, numa primeira fase, uma análise geral do comportamento e relação destes dois mercados, nos últimos anos em Portugal.

¹² O Índice APFIPP / IPD de Fundos de Investimento Imobiliário Portugueses mede a performance dos fundos de investimento imobiliário, bruta de impostos e líquida de comissões de gestão.

Para tal, construímos um índice das rendibilidades inerentes ao mercado imobiliário para possibilitar a sua comparação com o índice acionista português de referência, o índice PSI-20. Construiu-se o índice IFII que engloba todos os fundos da amostra, o IFIIA que agrega todos os fundos abertos estudados e o IFIIF que inclui todos os fundos fechados selecionados.

A análise é efetuada para o período entre o primeiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2019, por forma a englobar todo o período de crise financeira em Portugal e conseguirmos, posteriormente, analisar o comportamento dos dois mercados numa fase pré-crise, crise e pós-crise.

A crise financeira global despoletou em 2008, nos Estados Unidos da América. Nesse mesmo ano, em Portugal, assistiu-se à falência de dois bancos: o Banco Português de Negócios e o Banco Privado Português (Lisboa, 2017). Em 2009 e 2010, Portugal registou os valores mais elevados de défice orçamental¹³ tendo, em 2011, acabado por recorrer à assistência financeira do Fundo Monetário Internacional (FMI). Esse período de assistência terminou apenas em 2014, ano em que assistimos também à falência do Banco Espírito Santo (BES). Portanto, para efeitos da nossa investigação, considera-se que, em Portugal, em 2008 e 2009 se vive o período pré-crise, entre 2010 e 2014, o período crise e a partir de 2015, o período pós-crise.

Procedemos a uma análise descritiva das rendibilidades dos índices e ao estudo da correlação entre os dois mercados, em todos os subperíodos supramencionados.

Numa segunda fase, quantificamos o impacto do fim da isenção em sede de IMT nas rendibilidades apresentadas pelos fundos.

Esta análise é efetuada numa perspetiva anual, por uma questão de conveniência de reflexão do imposto a pagar, para o período entre 2016 e 2018, uma vez que só em 2016 houve uma primeira iniciativa com vista ao fim da isenção de IMT para os FIIs, ainda que sem sucesso. No fundo, pretende-se repercutir para o passado esta proposta

¹³Fonte: Pordata (<https://www.pordata.pt>).

de fim de isenção, para investigar que efeito teria caso tivesse tido sucesso e, assim, possibilitar a previsão e gestão de futuros impactos.

Efetuamos uma comparação entre duas séries de rendibilidades, uma que corresponde às rendibilidades que foram efetivamente apresentadas e outra que reflete o encargo com o imposto em função do fim da isenção.

Inicialmente, com base no VLGF e no número de UPs recolhidos para cada fundo i no período t , calculámos o valor anual das UPs, tal como previsto no RGOIC.¹⁴ De acordo com o mesmo, o valor da UP do fundo i no ano t , $UP_{i,t}$, é dado por:

$$UP_{i,t} = \frac{VLGF_{i,t}}{N^{\circ} \text{ Unidades de Participação}} \quad (1)$$

De seguida, adotando a metodologia proposta por Barros & Duque (2002), calcularam-se as taxas anuais de rendibilidade instantânea. A taxa de rendibilidade do fundo i no período t , $R_{i,t}$, é dada por:

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{UP_{i,t} + D_{i,t}}{UP_{i,t-1}} \right) \quad (2)$$

Sendo $UP_{i,t}$ o valor da UP fundo i no ano t e $UP_{i,t-1}$ o valor da UP do fundo i no ano $t-1$ e $D_{i,t}$ eventuais rendimentos distribuídos.

Para efeitos de reflexão do fim da isenção fiscal, a partir composição discriminada das carteiras a 31 de dezembro, isolámos as aquisições de imóveis efetuadas em cada um dos anos do período em análise. Com esta informação foi possível calcular o montante de IMT a pagar, mediante a aplicação das taxas previstas no Art.º 17º do CIMT, de 6,5% para os prédios urbanos e de 5% para os prédios rústicos, ao valor das compras.

$$\text{IMT a pagar} = \Sigma (\text{Valor aquisição imóvel} * \text{Taxa de IMT}) \quad (3)$$

Tendo calculado o montante de imposto a pagar, apurou-se o novo VLGF (VLGF'). O VLGF' resulta da dedução do valor de imposto a pagar ao VLGF apresentado pelos fundos.

¹⁴ Vide Art.º 8º do RGOIC.

$$VLGF' = VLGF - \text{IMT a pagar} \quad (4)$$

Deste modo foi possível calcular também o novo valor da UP, doravante UP', e, posteriormente, a nova rendibilidade, $R'_{i,t}$, nos mesmos moldes que os supramencionados. Assim, tem-se que:

$$UP'_{i,t} = \frac{VLGF'}{N^{\circ} \text{ Unidades de Participação}} \quad (5)$$

e,

$$R'_{i,t} = \ln \left(\frac{UP'_{i,t} + D_{i,t}}{UP'_{i,t-1}} \right) \quad (6)$$

O impacto verificado nas rendibilidades em função do fim da isenção fiscal é dado pela diferença entre $R_{i,t}$ e $R'_{i,t}$.

Numa terceira e última fase, investigámos quais as eventuais consequências do impacto provocado pelo fim da isenção em sede de IMT no comportamento e relação entre os mercados imobiliário e acionista.

À semelhança do que foi realizado em Pais (2011), procedeu-se à construção de um índice imobiliário representativo dos fundos com e sem reflexão do imposto, de forma a possibilitar a comparação com o índice PSI-20.

Para o efeito, ponderaram-se as rendibilidades previamente calculadas ($R_{i,t}$ e $R'_{i,t}$) pelo peso respetivo de cada fundo i no ano t . Deste modo, a rendibilidade do índice sem refletir o pagamento do imposto, $R_{I,t}$, é dada por:

$$R_{I,t} = \sum_{t=1}^N w_{i,t} R_{i,t} \quad (7)$$

Em que,

$$w_{i,t} = \frac{VLGF_{i,t}}{\sum VLGF_{i,t}} \quad (8)$$

E a rendibilidade do índice que reflete o fim da isenção fiscal em sede de IMT, $R'_{I,t}$, é dada por:

$$R'_{I,t} = \sum_{t=1}^N w'_{i,t} R'_{i,t} \quad (9)$$

Em que,

$$w'_{i,t} = \frac{VLGF'_{i,t}}{\sum VLGF'_{i,t}} \quad (10)$$

Onde, $R_{I,t}$ corresponde à rendibilidade do índice I no ano t , $w_{i,t}$ é o peso do fundo i tem no mercado no ano t e $R_{i,t}$ é a rendibilidade do fundo i no ano t (Pais, 2011).

Construiu-se índice IFII que engloba todos os fundos da amostra, o IFIIA que agrega todos os fundos abertos estudados e o IFIIF que inclui todos os fundos fechados selecionados, para permitir uma análise da relação entre o mercado imobiliário e acionista por tipologia dos fundos, agora na presença do encargo com o imposto.

5. RESULTADOS EMPÍRICOS

5.1. Comportamento mercados imobiliário e acionista, em Portugal, no período entre o 1º Trimestre de 2008 e o 1º Trimestre de 2019.

Nesta secção serão apresentados os resultados, da primeira fase da nossa investigação, com base nas estatísticas descritivas efetuadas aos dados e no estudo da correlação entre os mercados imobiliário e acionista, nos últimos anos, em Portugal.

A Tabela I apresenta as principais estatísticas descritas das rendibilidades dos índices imobiliário e acionista, desde 2008.

TABELA I - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS RENDIBILIDADES DOS ÍNDICES IMOBILIÁRIO E ACIONISTA ENTRE O 1T2008 A 1T2019.

	IFII	IFIIA	IFIIF	PSI-20
Média	-0,069%	-0,029%	-0,039%	-1,014%
Desvio-padrão	0,850%	0,696%	0,308%	10,387%
Mínimo	-2,118%	-1,957%	-0,910%	-21,061%
Máximo	1,106%	0,817%	0,511%	24,371%
Observações	45	45	45	45

IFII – Índice Fundos de Investimento Imobiliário;

IFIIA – Índice Fundos de Investimento Imobiliário Abertos;

IFIIF – Índice Fundos de Investimento Imobiliário Fechados;

PSI-20 – Índice Acionista Português.

Verifica-se que, em termos gerais, ambos os mercados registam ao longo destes últimos anos, em Portugal, rendibilidades médias negativas. O mercado acionista regista rendibilidades menos favoráveis do que o mercado imobiliário, isto é, as rendibilidades médias associadas aos investimentos no mercado acionista são mais

negativas do que as inerentes aos investimentos no mercado imobiliário. A rendibilidade média associada aos investimentos efetuados em fundos de investimento imobiliário ronda os -0,07%. Se distinguirmos quanto à tipologia de fundos em que o investimento é efetuado, constata-se que, os fundos abertos apresentam rendibilidades mais favoráveis (menos negativas) do que os fundos fechados, de aproximadamente -0,03% e -0,04%, respetivamente. Já os investimentos no mercado acionista registam uma rendibilidade média de -1,01%.

Estes valores médios de rendibilidade acompanham a volatilidade que se verifica em ambos os mercados. O mercado acionista apresenta uma volatilidade na ordem dos 10,4% revelando-se consideravelmente mais volátil do que o mercado imobiliário que regista uma volatilidade de 0,85%. Em relação à distinção tipológica dos fundos, verifica-se uma maior volatilidade inerente a investimentos em fundos abertos do que em fundos de capital fechado, o que se justifica também pelo facto de os primeiros apresentarem maior liquidez.

Quanto ao comportamento e relação entre o mercado imobiliário e acionista, a Tabela II apresenta os coeficientes de correlação entre os dois mercados, para todo o período compreendido entre o primeiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2019.

TABELA II - CORRELAÇÕES ENTRE AS RENDIBILIDADES DOS ÍNDICES IMOBILIÁRIO E ACIONISTA ENTRE O 1T2008 E 1T2019

	IFII	IFIIA	IFIIF	PSI-20
IFII	1			
IFIIA	0,940	1		
IFIIF	0,635	0,333	1	
PSI-20	-0,055	-0,078	0,026	1

Com base nos coeficientes de correlação apresentados, constata-se a existência de uma correlação negativa, em termos gerais, entre o mercado imobiliário e o mercado acionista. Distinguindo os investimentos em fundos de capital aberto e fechado, verifica-se igualmente uma correlação negativa entre os investimentos em FIAs e as ações, contudo, o mesmo não se verifica para os investimentos em FIIFs.

Estes resultados vão ao encontro dos expostos por Ibbotson & Siegel (1984) que verificaram igualmente a existência de uma correlação negativa entre o imobiliário e as ações, sugerindo que os mercados se comportam inversamente e que, portanto, o

investimento imobiliário pode ser uma boa estratégia de diversificação do risco de uma carteira. Também, à semelhança de Haß *et al.* (2012) constatamos que o investimento indireto através de FIIs pode ser uma boa estratégia de diversificação do risco, caso o investimento seja efetuado em FIAs.

Importa referir que estes valores se referem a uma análise para o período entre o primeiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2019. Durante este período, como referido previamente, Portugal passou por um forte período de instabilidade em resultado da crise financeira que atingiu o país entre 2010 e 2014. Como tal, e de forma a ser possível isolar o efeito crise, executamos uma análise por subperíodos, na qual se considera que em 2008 e 2009 se vive o período pré-crise, entre 2010 e 2014, o período crise e desde 2015, o período pós-crise.

5.1.1. Pré-Crise (1T2008 a 4T2009)

A Tabela III apresenta as principais estatísticas descritivas referentes às rendibilidades dos índices imobiliário e acionista, no período pré-crise.

TABELA III - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS RENDIBILIDADES DOS ÍNDICES IMOBILIÁRIO E ACIONISTA, NO PERÍODO PRÉ-CRISE (1T2008 A 4T2009).

	IFII	IFIA	IFIF	PSI-20
Média	0,159%	0,099%	0,060%	-1,803%
Desvio-padrão	0,784%	0,787%	0,290%	13,877%
Mínimo	-1,530%	-1,789%	-0,606%	-21,061%
Máximo	0,848%	0,613%	0,263%	19,183%
Observações	8	8	8	8

Neste período verifica-se que o mercado imobiliário, em termos gerais, oferece uma rendibilidade média superior à do mercado acionista, registando uma rendibilidade média positiva de aproximadamente 0,16%, ao contrário do que sucede com o mercado acionista, que regista uma rendibilidade média negativa, em cerca de -1,80%. Quando comparados os investimentos no setor imobiliário através de fundos de capital aberto ou fechado, verifica-se que os primeiros apresentam uma maior rendibilidade média.

No período pré-crise o mercado acionista apresenta uma volatilidade de aproximadamente 13,88%, registando, à semelhança do que tínhamos observado

previamente, uma maior volatilidade do que o mercado imobiliário, cuja volatilidade ronda os 0,78%. Relativamente à distinção entre fundos de capital aberto e fechado, os primeiros registam uma maior volatilidade.

Também neste período analisamos o comportamento e relação entre os dois mercados. A Tabela IV apresenta os coeficientes de correlação entre os mercados imobiliário e acionista no período pré-crise.

TABELA IV - CORRELAÇÕES ENTRE AS RENDIBILIDADES DOS ÍNDICES IMOBILIÁRIO E ACIONISTA, NO PERÍODO PRÉ-CRISE (1T2008 A 4T2009).

	IFII	IFIIA	IFIIF	PSI-20
IFII	1			
IFIIA	0,932	1		
IFIIF	0,176	-0,192	1	
PSI-20	-0,465	-0,445	-0,050	1

Neste período assistimos, em termos gerais, a uma correlação negativa entre o mercado imobiliário e acionista. Mais concretamente, constatamos que existe uma correlação negativa entre os investimentos em FIIAs e em ações, assim como, entre os investimentos em FIIFs e em ações. Este último ponto difere dos resultados a que chegamos no ponto 5.1, que manifestam a existência de uma correlação positiva entre os investimentos indiretos através dos FIIFs e os investimentos no mercado acionista.

5.1.2. Crise (1T2010 a 4T2014)

Na Tabela V são apresentadas as principais estatísticas descritivas das rendibilidades do índice imobiliário e índice acionista, evidenciado o efeito da crise financeira, em Portugal.

TABELA V – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS RENDIBILIDADES DOS ÍNDICES IMOBILIÁRIO E ACIONISTA, NO PERÍODO CRISE (1T2010 A 4T2014).

	IFII	IFIIA	IFIIF	PSI-20
Média	-0,295%	-0,151%	-0,144%	-2,267%
Desvio-padrão	0,831%	0,597%	0,279%	10,404%
Mínimo	-2,118%	-1,408%	-0,875%	-18,540%
Máximo	0,655%	0,553%	0,134%	15,989%
Observações	20	20	20	20

Em termos gerais, no período de crise ambos os mercados registam rendibilidades médias negativas. O mercado imobiliário regista uma rendibilidade média negativa de, aproximadamente, -0,30%, sendo, contudo, superior (menos negativa) à registada no mercado acionista, cuja rendibilidade média ronda os -2,27%. Contrariamente ao que verificamos no período pré-crise, no período crise, os fundos de capital aberto apresentam uma rendibilidade média inferior à dos fundos fechados. No fundo, no período de crise, assistimos a uma inversão de sinal nas rendibilidades médias associadas aos investimentos no mercado imobiliário, independentemente da escolha de tipologia de fundo e a um agravamento dos retornos médios inerentes aos investimentos no mercado acionista.

Relativamente aos indicadores de volatilidade dos mercados, o mercado acionista apresenta uma volatilidade de 10,40%, superando, à semelhança do que constatámos previamente, a registada no mercado imobiliário, cuja volatilidade ronda os 0,83%. Constata-se, contudo, um aumento generalizado na volatilidade do mercado imobiliário, mais concretamente, um aumento da volatilidade nos FIIAs e um decréscimo nos FIIFs e um decréscimo da volatilidade no mercado acionista.

O mercado acionista revela uma maior volatilidade no período pré-crise. Como é um mercado com maior liquidez em relação ao mercado imobiliário (Ibbotson e Siegel, 1984; Ennis & Burik, 1991 e Ziobrowski & Ziobrowski, 1997), reagiu mais rapidamente à crise financeira. Ainda que esta não estivesse instalada em Portugal à data, já se manifestava globalmente. Estes resultados vão ao encontro dos propostos por (Maria, 2013) que defende precisamente que o mercado acionista é o primeiro a reagir numa situação de crise financeira.

Quanto à relação dos mercados no período efetivo de crise, a Tabela VI expõe os coeficientes de correlação entre ambos os mercados.

TABELA VI - CORRELAÇÕES ENTRE AS RENDIBILIDADES DOS ÍNDICES IMOBILIÁRIO E ACIONISTA, NO PERÍODO CRISE (1T2010 A 4T2014)

	IFII	IFIA	FIIF	PSI-20
IFII	1			
IFIA	0,977	1		
FIIF	0,888	0,767	1	
PSI-20	-0,070	-0,045	-0,113	1

À semelhança do que constatámos no período pré-crise, verifica-se, no período crise, uma correlação negativa entre o mercado imobiliário e o mercado acionista, independentemente de os investimentos serem efetuados através de FIAs ou FIIFs. Existem, contudo, alterações ao nível dos coeficientes de correlação, não quanto ao seu sinal, mas quanto à sua magnitude. Observa-se um aumento do coeficiente de correlação entre o IFII e o PSI-20 e entre o IFIA e o mesmo índice acionista. Pelo contrário, entre o IFIIF e o PSI-20, o coeficiente de correlação diminui.

Portanto, quer no período pré-crise, quer no período crise, a correlação negativa entre o mercado imobiliário e o mercado acionista existe, independentemente da tipologia de fundos. Como tal, o investimento imobiliário configura-se como uma boa estratégia de diversificação do risco de um *portfolio* em ambos os períodos.

Contudo, dado que a crise contribui para o enfraquecimento da correlação (aproximando-a de zero) entre as ações e o investimento em FIAs e para o fortalecimento da correlação negativa entre as ações e o investimento em FIIFs, considera-se que os investimentos através de FIIFs no período crise são os mais eficazes na diversificação do risco de uma carteira composta por ações.

Analisando o número médio de UPs em circulação dos fundos que configuram a amostra, verificamos que, de facto, no caso dos FIIFs durante o período de crise, o número médio de UPs em circulação aumenta (**Erro! A origem da referência não foi encontrada.**). Assiste-se a um aumento significativo entre 2010 e 2012 e a uma certa estabilização posteriormente.

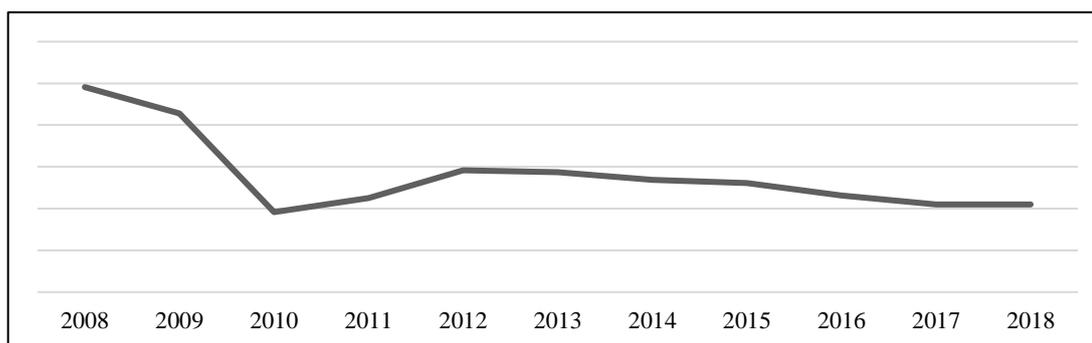


Figura 3 - Número médio de UPs em circulação dos FIIFs, a 31 de dezembro.

Por outro lado, neste mesmo período, verificamos, pela Figura 4, um decréscimo significativo no volume acumulado de ações transacionadas em mercado secundário.

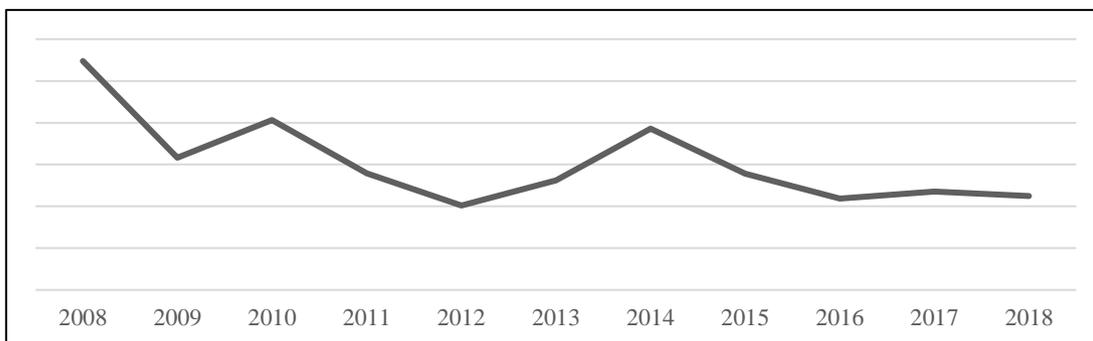


Figura 4 - Volume de ações transacionadas no mercado secundário, a 31 de dezembro.

Estes resultados confirmam a tese de Maria (2013) que argumenta que num período de instabilidade e recessão do mercado acionista, os investidores tendem a alterar a sua rota de investimento para o setor imobiliário.

5.1.3. Pós-crise (1T2015 a 1T2019)

Por último, a Tabela VII apresenta as principais estatísticas descritivas das rendibilidades dos índices imobiliário e acionista, no período pós-crise.

TABELA VII - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS RENDIBILIDADES DOS ÍNDICES IMOBILIÁRIO E ACIONISTA, NO PERÍODO PÓS-CRISE (1T2015 A 1T2019).

	IFII	IFIIA	IFIIF	PSI-20
Média	0,091%	0,054%	0,037%	0,832%
Desvio-padrão	0,882%	0,777%	0,323%	8,832%
Mínimo	-1,775%	-1,957%	-0,910%	-11,714%
Máximo	1,106%	0,817%	0,511%	24,371%
Observações	17	17	17	17

Em termos gerais e ao contrário do que verificamos nos outros períodos, no período pós-crise, ambos os mercados registam rendibilidades médias positivas.

O mercado acionista regista a maior rendibilidade média, na ordem dos 0,83%. Quanto ao mercado imobiliário regista-se, em média, uma rendibilidade de 0,09%, sendo a rendibilidade inerente aos investimentos em FIIAs superior à dos FIIFs. Verifica-se, portanto, uma recuperação em ambos os mercados, tendo esta sido mais significativa no mercado acionista.

Também neste período se verifica uma maior volatilidade no mercado acionista, na ordem dos 8,83%, ainda que seja a mais baixa registada em todos os períodos. O mercado imobiliário regista uma volatilidade de 0,88%, a mais elevada de todos os períodos. Quanto aos fundos imobiliários de capital aberto e fechado, os primeiros registam uma maior volatilidade, à semelhança do que acontece em todos os períodos analisados.

No que diz respeito ao comportamento e relação dos dois mercados neste período, a Tabela VIII apresenta os coeficientes de correlação entre ambos.

TABELA VIII - CORRELAÇÕES ENTRE AS RENDIBILIDADES DOS ÍNDICES IMOBILIÁRIO E ACIONISTA, NO PERÍODO PÓS-CRISE (1T2015 A 1T2019)

	IFII	IFIIA	IFIIF	PSI-20
IFII	1			
IFIIA	0,930	1		
IFIIF	0,488	0,134	1	
PSI-20	0,132	0,087	0,149	1

No período pós-crise, verificamos a existência de uma correlação positiva entre o imobiliário e as ações, independentemente da tipologia de fundo escolhida. A correlação é mais forte entre os FIIFs e o mercado acionista, do que entre este e os FIIAs.

De facto, é neste período que se manifestam as alterações mais significativas. Assistimos a alterações no sinal dos coeficientes de correlação em todas as relações estabelecidas. Verifica-se, portanto, uma alteração no comportamento dos mercados imobiliário e acionista no período pós-crise, na medida em que a relação inversa previamente existente é substituída por uma relação direta.

Deste modo, num período pós-crise, de recuperação económica e financeira, constatamos que os investimentos imobiliários perdem parte da vantagem que tinham na diversificação do risco de um *portfolio* composto por ações.

5.2. Impacto do IMT nas rendibilidades dos FIIs.

Nesta secção apresentamos os primeiros resultados da segunda fase da nossa investigação, referentes à quantificação do impacto do fim da isenção em sede de IMT nas rendibilidades dos FIIs, entre 2016 e 2018.

Importa salientar que o período agora analisado integra o período pós-crise estudado na secção anterior. É ainda de referir que, para uma análise mais detalhada, encontra-se no Anexo 2, uma tabela com as rendibilidades efetivamente apresentadas pelos fundos e, no Anexo 3, as novas rendibilidades que refletem o pagamento do imposto por conta da aquisição de imóveis e, por último, no Anexo 4, uma tabela resumo com as respetivas variações nas rendibilidades.

A Tabela IX expõe as principais estatísticas descritivas referentes às rendibilidades apresentadas pelos fundos com e sem reflexão do fim da isenção em sede de IMT.

TABELA IX – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DO IMPACTO DO IMT NAS RENDIBILIDADES APRESENTADAS PELOS FIIs, ENTRE 2016 E 2018.

			Obs.	Média	Impacto IMT	Desvio-Padrão	Impacto do IMT
2016	FIIs	s/ IMT	19	-0,006%		2,140%	
		c/ IMT	19	-0,196%	-0,191%	2,085%	-0,055%
	FIIAs	s/ IMT	9	-1,368%		1,518%	
		c/ IMT	9	-1,598%	-0,230%	1,461%	-0,057%
	FIIFs	s/ IMT	10	1,221%		3,899%	
		c/ IMT	10	1,065%	-0,155%	3,799%	-0,100%
2017	FIIs	s/ IMT	19	4,341%		1,342%	
		c/ IMT	19	4,144%	-0,197%	1,353%	0,011%
	FIIAs	s/ IMT	9	2,667%		0,437%	
		c/ IMT	9	2,468%	-0,198%	0,395%	-0,042%
	FIIFs	s/ IMT	10	5,849%		2,482%	
		c/ IMT	10	5,652%	-0,197%	2,510%	0,027%
2018	FIIs	s/ IMT	19	4,100%		1,627%	
		c/ IMT	19	3,935%	-0,165%	1,625%	-0,001%
	FIIAs	s/ IMT	9	3,443%		0,668%	
		c/ IMT	9	3,182%	-0,261%	0,628%	-0,040%
	FIIFs	s/ IMT	10	4,691%		3,101%	
		c/ IMT	10	4,613%	-0,078%	3,101%	0,000%

De acordo com os dados expostos na Tabela IX constata-se que o fim da isenção fiscal em sede de IMT contribui, de forma significativa, para a queda das rendibilidades apresentadas pelos fundos.

Globalmente, para os FIIs, observa-se uma diminuição média das suas rendibilidades na ordem dos 0,19%; 0,20% e 0,17% em 2016, 2017 e 2018, respetivamente.

De um modo geral, os fundos de capital aberto são os que registam um impacto mais negativo com o fim da isenção.

Quanto ao indicador de volatilidade, verificamos que, globalmente com o pagamento do imposto, as rendibilidades apresentadas pelos fundos tornam-se menos voláteis. Mais concretamente, nos três anos em análise, assistimos a um decréscimo da volatilidade associada aos retornos dos investimentos nos fundos de capital aberto, ao contrário do que se verifica nos fundos fechados.

Estes resultados acompanham a informação exposta na Tabela X, que apresenta as principais estatísticas descritivas referentes ao volume de aquisições de imóveis efetuadas pelos FIIs.

TABELA X - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DO VOLUME DE AQUISIÇÕES DE IMÓVEIS EFETUADAS PELOS FUNDOS, ENTRE 2015 E 2018.

		Obs.	Média	Mínimo	Máximo	Soma
FIIs	2015	19	4 300 527,80 €	- €	42 540 134,52 €	81 710 028,15 €
	2016	19	7 978 715,30 €	- €	87 032 844,17 €	151 595 590,78 €
	2017	19	10 310 532,26 €	- €	159 838 647,28 €	195 900 112,98 €
	2018	19	10 249 585,73 €	- €	105 264 083,97 €	194 742 128,84 €
FIAs	2015	9	9 078 892,02 €	- €	42 540 134,52 €	81 710 028,15 €
	2016	9	14 958 955,40 €	- €	87 032 844,17 €	134 630 598,60 €
	2017	9	20 002 775,50 €	- €	159 838 647,28 €	180 024 979,54 €
	2018	9	21 222 207,80 €	- €	105 264 083,97 €	190 999 870,24 €
FIIFs	2015	10	- €	- €	- €	- €
	2016	10	1 696 499,22 €	- €	9 620 245,29 €	16 964 992,18 €
	2017	10	1 587 513,34 €	- €	10 733 224,08 €	15 875 133,44 €
	2018	10	374 225,86 €	- €	3 742 258,60 €	3 742 258,60 €

Verifica-se que o valor médio despendido pelos fundos (FIIs) em aquisições de imóveis entre 2015 e 2018 oscilou, aproximadamente, entre os quatro e os dez milhões de euros. Observa-se que 2017 é o ano em que se regista, em média, um maior volume de aquisições de imóveis, justificando o facto de ser também o ano em que se assiste a uma maior queda, em média, das rendibilidades apresentadas pelos FIIs.

Constata-se que os fundos de capital aberto são os que registam, em média, um maior volume de aquisições de imóveis, no período em análise, o que justifica que sejam a tipologia de fundos negativamente mais impactada com o fim da isenção fiscal.

O facto de os fundos de capital aberto serem os que apresentam um maior volume de aquisições e vendas, em relação aos fundos fechados, pode ser justificado pela própria

natureza dos fundos e pelas diferenças na constituição do seu património. Os fundos de investimento imobiliário dedicam-se à aquisição de imóveis com finalidade de arrendar ou revender, à aquisição de direitos sobre imóveis e à realização de obras de melhoramento, ampliação e de requalificação de imóveis que detêm em carteira¹⁵. Contudo, os fundos fechados têm ainda a possibilidade de executar projetos de construção e de reabilitação de imóveis¹⁶. Como tal acabam por ter um menor número de projetos e apresentar menos compras e vendas de imóveis do que os fundos abertos, que têm de apresentar em carteira um valor total de imóveis de, pelo menos, um terço do valor do ativo total¹⁷.

Sendo o IMT um imposto que incide sobre as transmissões onerosas de bens imóveis, justifica-se que o impacto verificado nas rendibilidades seja indissociável do volume de aquisições efetuadas pelos fundos. Quanto maior o volume de aquisições de imóveis, maior o montante de imposto a pagar e, portanto, maior a perda com o fim da isenção fiscal.

5.3. Comportamento dos mercados imobiliário e acionista com o fim da isenção fiscal em sede de IMT.

Nesta secção segue-se uma continuação da apresentação dos resultados da segunda fase da nossa investigação, relativos ao efeito que o impacto negativo nas rendibilidades do mercado imobiliário, como resultado do fim da isenção fiscal, tem no comportamento e relação com o mercado acionista.

A Tabela XI evidencia as rendibilidades anuais dos índices IFII, IFIIA e IFIIF entre 2016 e 2018 e as rendibilidades dos novos índices IFII, IFIIA e IFIIF que refletem o pagamento do imposto por conta da aquisição de imóveis. Apresenta também as rendibilidades anuais do índice PSI-20.

¹⁵ Vide Art.º 210º nº1 do RGOIC.

¹⁶ Vide Art.º 210º nº2 do RGOIC.

¹⁷ Vide Art.º 211º do RGOIC.

TABELA XI - RENDIBILIDADES DOS ÍNDICES IMOBILIÁRIO E ACIONISTA, COM E SEM IMT, ENTRE 2016 E 2018.

Data	IFII s/ IMT	IFII c/ IMT	IFIIA s/ IMT	IFIIA c/ IMT	IFIIF s/ IMT	IFIIF c/ IMT	PSI-20
31/12/16	-1,392%	-1,645%	-0,773%	-1,008%	-0,619%	-0,637%	-12,706%
31/12/17	2,978%	2,741%	2,254%	2,042%	0,725%	0,699%	14,111%
31/12/18	3,527%	3,173%	2,872%	2,535%	0,655%	0,638%	-13,000%

Em conformidade com os resultados apresentados na secção 5.2, constata-se um decréscimo generalizado das rendibilidades dos índices que refletem o fim da isenção fiscal face às rendibilidades dos índices que não o fazem.

A Tabela XII apresenta as principais estatísticas descritivas relativas às rendibilidades dos índices ilustrados acima.

TABELA XII - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS RENDIBILIDADES DOS ÍNDICES IMOBILIÁRIO E ACIONISTA, COM E SEM IMT, ENTRE 2016 E 2018.

	IFII s/ IMT	IFII c/ IMT	IFIIA s/ IMT	IFIIA c/ IMT	IFIIF s/ IMT	IFIIF c/ IMT	PSI-20
Média	1,704%	1,423%	1,451%	1,190%	0,253%	0,233%	-3,865%
Desvio-padrão	2,696%	2,666%	1,951%	1,919%	0,757%	0,755%	15,568%
Mínimo	-1,392%	-1,645%	-0,773%	-1,008%	-0,619%	-0,637%	-13,000%
Máximo	3,527%	3,173%	2,872%	2,535%	0,725%	0,699%	14,111%
Obs.	3	3	3	3	3	3	3

Pela observação da tabela constata-se que, entre 2016 e 2018, o índice imobiliário sem qualquer reflexão do imposto a pagar por conta da aquisição de imóveis, regista uma rendibilidade média de 1,70%. Os fundos de capital aberto apresentam uma rendibilidade média superior à dos fundos fechados.

Com o fim da isenção fiscal em sede de IMT, a rendibilidade média do índice do mercado imobiliário diminui, passando a rondar os 1,42%. Tal decréscimo é transversal aos fundos de capital aberto, assim como aos fundos fechados. Contudo, os primeiros continuam a registar rendibilidades médias superiores.

Portanto, com o fim da isenção em sede de IMT, a rendibilidade do índice IFII cai, em média, cerca de -0,28%, sendo que, desses, 0,26% representam a queda que ocorre no índice IFIIA e, os restantes 0,02%, o decréscimo ocorrido no IFIIF.

Estes resultados corroboram os previamente apresentados relativamente ao facto de, quando distinguidos quanto à sua tipologia, os fundos de capital aberto são os que mais se ressentem com o fim do benefício fiscal.

Quando ao indicador de volatilidade, independentemente do fim da isenção em sede de IMT, o mercado acionista continua a registar o maior desvio-padrão. Contudo, na presença do imposto verificamos um decréscimo generalizado da volatilidade associada aos investimentos no setor imobiliário. Os fundos de capital aberto continuam a registar uma volatilidade superior face aos fundos fechados.

A Tabela XIII apresenta os coeficientes de correlação entre o índice imobiliário e o índice acionista português, quer por tipologia dos fundos, quer com e sem reflexão do pagamento do imposto por conta da aquisição de imóveis.

TABELA XIII - MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE OS ÍNDICES IMOBILIÁRIO E ACIONISTA, COM E SEM IMT, ENTRE 2016 E 2018.

	IFII s/ IMT	IFII c/ IMT	IFIIA s/ IMT	IFIIA c/ IMT	IFIIF s/ IMT	IFIIF c/ IMT	PSI-20
PSI-20	0,401	0,420	0,348	0,376	0,531	0,527	1

Com base na análise da tabela, verifica-se a existência de uma correlação positiva entre o imobiliário e as ações, independentemente da tipologia que os fundos de investimento imobiliário assumem.

Na presença de dados que refletem o fim da isenção em sede de IMT, constata-se que, de um modo geral e particularmente nos fundos de capital aberto, as correlações aumentam. Trata-se de um aumento ligeiro, na ordem dos 0,019 e 0,028, respetivamente.

Estes resultados contrariam em parte os previamente apresentados na secção 5.1. Os resultados aí apresentados indicam, de um modo geral, uma correlação negativa entre os dois mercados. Contudo, vimos também que, especificamente, num período pós- crise, isto é, desde o primeiro trimestre de 2015, tal não se verificava.

Portanto, com o fim da isenção fiscal em sede de IMT para os FIIs assistimos a um decréscimo generalizado das suas rendibilidades e a um aumento da correlação entre os investimentos no imobiliário e os investimentos em ações. O facto de verificarmos

uma correlação positiva entre ambos os mercados e, esta ser potenciada pelo fim da isenção fiscal, faz com que os fundos percam o seu efeito diversificador do risco num *portfolio*. Este facto, aliado à recente introdução dos REITs no mercado português, pode conduzir a uma perda de atratividade dos FIIs em Portugal, como alternativa de investimento no mercado de capitais. Tal como constatamos previamente na secção 2 de facto, neste período tem-se vindo a verificar uma diminuição do número de FIIs em atividade em Portugal.

6. CONCLUSÕES

O presente trabalho teve como objetivo estudar o impacto do fim da isenção fiscal em sede de IMT para os FIIs nas suas rendibilidades e as consequências desta medida fiscal no mercado de capitais.

Começámos por estudar as características dos mercados imobiliário e acionista, desde 2008, em Portugal, com o intuito de melhor os compreender. De um modo geral, conclui-se que o mercado acionista é, de facto, mais volátil que o mercado imobiliário. Como tal, em cenários favoráveis espera-se que as rendibilidades dos investimentos em ações excedam as rendibilidades dos investimentos no imobiliário e, pelo contrário, em cenários desfavoráveis espera-se que fiquem aquém. Constata-se que, nos últimos anos, as rendibilidades oferecidas por ambos os mercados foram, em média, negativas.

Verificámos, à semelhança de Ibbotson & Siegel (1984), a existência de uma correlação negativa entre o imobiliário e as ações, sugerindo que os mercados se comportam inversamente. Contudo, esta relação inversa apenas se verifica entre as ações e os investimentos imobiliários em fundos de capital aberto e não entre as ações e os fundos fechados. Entende-se, portanto que o investimento indireto através de FIIs pode ser uma boa estratégia de diversificação do risco de uma carteira composta por ações, caso o investimento seja efetuado em FIIAs. Este entendimento vai ao encontro da análise executada por Haß *et al.* (2012).

Contudo, durante o período analisado, Portugal viveu um forte período de instabilidade como consequência da crise financeira que se instalou no país entre 2010 e 2014. Com base na análise por subperíodos, de modo a isolar o efeito crise, conclui-se que o mercado acionista é o primeiro a reagir numa situação de crise financeira, à

semelhança do que verificou Maria (2013). De facto, num período pré-crise financeira em Portugal, mas já instalada a crise do *subprime* nos Estados Unidos da América, o mercado acionista português já dava sinais notórios da instabilidade financeira vivida, sendo o único mercado a apresentar rendibilidades médias negativas e a registar a sua maior volatilidade nesse período. Já o mercado imobiliário apenas se ressentiu no período efetivo de crise, pois só nesse período manifestou rendibilidades médias negativas, apresentando quer antes, quer depois rendibilidades médias positivas.

Quanto à relação entre os mercados, concluímos que, quer no período pré-crise, quer no período crise, a correlação negativa entre imobiliário e ações existe, independentemente da tipologia dos fundos e, portanto, que a crise não produziu nenhum efeito imediato de alteração no seu comportamento.

No período pré-crise os investimentos indiretos no mercado imobiliário configuram-se como uma boa estratégia de diversificação do risco de uma carteira composta por ações, independentemente da tipologia de fundo imobiliário escolhida.

No período crise, isto é igualmente verdade, porém, uma vez que a crise contribuiu para o enfraquecimento da correlação (aproximando-a de zero) entre as ações e o investimento em FIAs e para o fortalecimento da correlação negativa entre as ações e o investimento em FIIFs, considera-se que os investimentos através de FIIFs no período de crise são os mais eficazes na diversificação do risco de uma carteira. De facto, no período crise e perante a instabilidade vivida no mercado acionista, constatamos à semelhança de Maria (2013) que os investidores tendem a alterar a sua rota de investimento, procurando o investimento imobiliário em fundos de capital fechado em detrimento do investimento em ações.

No período pós-crise, verificamos uma alteração significativa no comportamento dos mercados, na medida em que, a relação inversa previamente existente é substituída por uma relação direta. Como tal, concluímos que neste período os investimentos imobiliários perdem parte da sua atratividade enquanto alternativa de diversificação do risco.

Posteriormente, quantificámos o fim da isenção fiscal em sede de IMT para os FIIs nas suas rendibilidades e verificámos que tal medida fiscal contribuiu para um decréscimo generalizado e significativo das mesmas. Os fundos que mais sofrem com

o impacto negativo desta medida são os fundos de capital aberto, uma vez que são também os fundos com maior volume de aquisições de imóveis.

Por último, investigámos qual o efeito do impacto negativo do fim da isenção fiscal nas rendibilidades dos FIIs na relação do mercado imobiliário com o mercado acionista. Concluímos que o fim da isenção fiscal influencia a dinâmica e comportamento dos mercados imobiliário e acionista, uma vez que esta medida contribui para o aumento da correlação entre ambos os mercados. O facto de verificarmos uma correlação positiva entre ambos os mercados e, esta ser potenciada pelo fim da isenção fiscal, faz com que os investimentos em FIIs percam uma das suas grandes vantagens enquanto instrumento diversificador do risco de uma carteira composta por ações. Este facto, aliado à recente introdução dos REITs no mercado português, pode conduzir a uma perda de atratividade dos FIIs em Portugal, como alternativa de investimento no mercado de capitais.

Como qualquer trabalho de investigação, o nosso trabalho apresenta algumas limitações. Reconhecemos que a amostra é pouco representativa, uma vez que analisamos apenas 15% dos fundos de capital fechado existentes e, da amostra selecionada, são poucos os fundos que efetuam aquisições de imóveis para o período estudado, o que por sua vez condiciona a quantificação do impacto do fim da isenção fiscal em sede de IMT. Para além disto, para efeitos de cálculo do imposto a pagar assumimos que o valor tributável é o valor de aquisição dos imóveis, negligenciando o facto de que, se superior, poder ser o valor patrimonial do imóvel.

Por último, futuros trabalhos de investigação poderão averiguar quais foram efetivamente as consequências do fim da isenção fiscal em sede de IMT e, ainda, desenvolver um estudo comparativo entre os FIIs e os recentemente introduzidos REITs, numa ótica de atratividade para o investidor.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Andrasic, J., Kalas, B., Mirovic, V., Milenkovic, N. e Pjanic, M. (2018) «Econometric Modelling of Tax Impact on economic growth: Panel evidence from OECD countries», *Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research*, 52(4), pp. 211–226.
- Barros, J. M. e Duque, J. (2002) «Breve Análise à Eficiência do Investimento em Fundos de Investimento Imobiliário.», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N° 15, pp. 213–232.
- Chaudhry, M. K., Myer, F. C. N. e Webb, J. R. (1999) «Stationarity and Cointegration in Systems with Real Estate and Financial Assets.», *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 18(3), pp. 339–349.
- Ciochetti, B. A., Lai, R. N. e Shilling, J. D. (2015) «The Role of Public Markets in International Real Estate Diversification.», *International Real Estate Review*, 18(2), pp. 155–175.
- Copley, R. E. (1996) «The similarities of valuing real estate and bonds, and the diversification benefits of investing...», *Appraisal Journal*, 64(3), pp. 304–309.
- Eichholtz, P. M. A. (1996) «Does International Diversification Work Better for Real Estate than for Stocks and Bonds?», *Financial Analysts Journal*, 52(1), pp. 56–62.
- Ennis, R. M. e Burik, P. (1991) «Pension Fund Real Estate Investment Under a Simple Equilibrium Pricing Model.», *Financial Analysts Journal*, 47(3), pp. 20–30.
- Etebari, A. (2016) «Real estate as a *portfolio* risk diversifier», *Investment Management & Financial Innovations*, 13(2), pp. 45–52.
- Geurts, T. G. e Nolan, H. (1997) «Does real estate have a place in the investment *portfolio* of tomorrow?», *Review of Business*, 18(4), pp. 19–24.
- Haß, L., Johanning, L., Rudolph, B., Schweizer, D. (2012) «Open-ended property funds: Risk and return profile — Diversification benefits and liquidity risks», *International Review of Financial Analysis*, 21, pp. 90–107.
- Hoesli, M., Lekander, J. e Witkiewicz, W. (2004) «International Evidence on Real Estate as a *Portfolio* Diversifier.», *Journal of Real Estate Research*, 26(2), pp. 161–206.

- Ibbotson, R. G. e Siegel, L. B. (1984) «Real Estate Returns: A Comparison with Other Investments.», *AREUEA Journal: Journal of the American Real Estate & Urban Economics Association*, 12(3), pp. 219–242.
- Iwaisako, T. (2003) «Household *Portfolios* in Japan», *NBER Working Paper No. 9647*, pp. 1–48.
- Lisboa, I. (2017) «Impact of financial crisis and family control on earning management of Portuguese listed firms», *European Journal Of Family Business*. *European Journal of Family Business*, 6(2), pp. 118–131.
- Maria, H. A. (2013) «The analysis of the Real Estate Investments in the current economic environment.», *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, 22(1), pp. 103–112.
- Maroney, N. e Naka, A. (2006) «Diversification Benefits of Japanese Real Estate Over the Last Four Decades.», *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 33(3), pp. 259–274.
- Pais, M. A. P. C. (2011) *Valorização do Activo Imobiliário dos Fundos de Investimento Imobiliário Portugueses e suas Características*. Universidade Técnica de Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Pinto, I. M. G. T. F. da F. (2011) *Essays on Portuguese Real Estate Investment Funds*.
- Razina, F. e Cardoso, L. F. (2005) «O impacto dos benefícios fiscais na rendibilidade dos fundos de investimento imobiliário: uma análise empírica», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N°20, pp. 95–101.
- Shah, A. e Slemrod, J. (1991) «Do Taxes Matter for Foreign Direct Investment?», *The World Bank Economic Review*. *Narnia*, 5(3), pp. 473–491.
- Stauss, G. (1969) «The effect of tax on yield and value», *The Appraisal Journal*, pp. 386–393.
- Ziobrowski, B. J. e Ziobrowski, A. J. (1997) «Higher Real Estate Risk and Mixed-Asset Portfolio Performance.», *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 3(2), pp.107–115.

8. ANEXOS

Anexo 1 - Lista de fundos que compõem a amostra

Tipologia	Nome do Fundo
FIIs Abertos	AF Portfolio Imobiliário
	CA Património Crescente
	Fundimo
	Fundo de Valores e Investimentos Prediais - VIP
	Imofomento
	Imonegócios
	NB Património
	Novimovest
	Valor Prime
Total Fundos Abertos: 9	
FIIs Fechados	Cimóvel
	Fundinvest
	GFM Rendimento
	Imopredial
	Imorent
	Lusimovest
	Maxirent
	Turistico II
	Vila Galé
	Vision Escritórios
Total Fundos Fechados: 10	

Anexo 2 - Rendibilidades apresentadas pelos fundos, sem IMT.

Designação do FII	Tipologia	Rendibilidade ocorrida		
		2016	2017	2018
AF PORTFOLIO IMOBILIÁRIO	FIIA	3,6503%	3,4539%	3,8252%
CA PATRIMÓNIO CRESCENTE	FIIA	3,5298%	5,1193%	6,1085%
CIMÓVEL	FIIF	0,5780%	7,0453%	-2,7397%
FUNDIMO	FIIA	-1,9977%	2,3364%	2,5851%
FUNDINVEST	FIIF	24,2551%	13,8295%	15,5278%
FUNDO DE VALORES E INVESTIMENTOS PREDIAIS - VIP	FIIA	-0,3015%	0,7270%	0,3673%
GFM RENDIMENTO	FIIF	-16,1031%	3,6649%	-2,3714%
IMOFOMENTO	FIIA	0,2071%	1,9465%	2,3239%
IMONEGÓCIOS	FIIA	-3,9918%	2,7002%	6,3288%
IMOPREDIAL	FIIF	-19,3514%	-2,1447%	-5,9113%
IMORENT	FIIF	1,5976%	2,7135%	-0,7697%
LUSIMOVEST	FIIF	2,4543%	4,0349%	2,0242%
MAXIRENT	FIIF	2,1097%	2,4322%	3,4598%
NB PATRIMÓNIO	FIIA	-9,7604%	3,8245%	4,9098%
NOVIMOVEST	FIIA	2,3635%	2,3485%	2,5493%
TURÍSTICO II	FIIF	3,2108%	2,2583%	5,1262%
VALOR PRIME	FIIA	-6,0093%	1,5431%	1,9912%
VILA GALÉ	FIIF	11,5654%	24,5555%	26,8508%
VISION ESCRITÓRIOS	FIIF	1,8889%	0,0984%	5,7142%

Anexo 3 - Rendibilidades apresentadas pelos fundos, com IMT.

Designação do FII	Tipologia	Rendibilidade nova		
		2016	2017	2018
AF PORTFOLIO IMOBILIÁRIO	FIIA	3,5710%	3,4539%	3,8252%
CA PATRIMÓNIO CRESCENTE	FIIA	2,3096%	4,1293%	4,6279%
CIMÓVEL	FIIF	0,5780%	7,0453%	-2,7397%
FUNDIMO	FIIA	-2,3696%	2,3364%	2,5851%
FUNDINVEST	FIIF	22,7020%	13,8295%	15,5278%
FUNDO DE VALORES E INVESTIMENTOS PREDIAIS - VIP	FIIA	-0,3015%	0,7270%	0,3673%
GFM RENDIMENTO	FIIF	-16,1031%	2,4299%	-2,3714%
IMOFOMENTO	FIIA	-0,1929%	1,2052%	1,4970%
IMONEGÓCIOS	FIIA	-3,9918%	2,7002%	6,3288%
IMOPREDIAL	FIIF	-19,3514%	-2,1490%	-5,9113%
IMORENT	FIIF	1,5976%	2,7135%	-0,7697%
LUSIMOVEST	FIIF	2,4543%	4,0349%	2,0242%
MAXIRENT	FIIF	2,1097%	2,4322%	3,4598%
NB PATRIMÓNIO	FIIA	-9,7604%	3,8245%	4,9098%
NOVIMOVEST	FIIA	2,3635%	2,3485%	2,5039%
TURÍSTICO II	FIIF	3,2108%	1,5315%	4,3501%
VALOR PRIME	FIIA	-6,0093%	1,4898%	1,9912%
VILA GALÉ	FIIF	11,5654%	24,5555%	26,8508%
VISION ESCRITÓRIOS	FIIF	1,8889%	0,0984%	5,7142%

Anexo 4 - Impacto do IMT nas rendibilidades dos FIIs

Designação do FII	Tipologia	Variação da rendibilidade		
		2016	2017	2018
AF PORTFOLIO IMOBILIÁRIO	FIIA	-0,0793%	0,0000%	0,0000%
CA PATRIMÓNIO CRESCENTE	FIIA	-1,2203%	-0,9901%	-1,4806%
CIMÓVEL	FIIF	0,0000%	0,0000%	0,0000%
FUNDIMO	FIIA	-0,3719%	0,0000%	0,0000%
FUNDINVEST	FIIF	-1,5532%	0,0000%	0,0000%
FUNDO DE VALORES E INVESTIMENTOS PREDIAIS - VIP	FIIA	0,0000%	0,0000%	0,0000%
GFM RENDIMENTO	FIIF	0,0000%	-1,2351%	0,0000%
IMOFOMENTO	FIIA	-0,4000%	-0,7413%	-0,8270%
IMONEGÓCIOS	FIIA	0,0000%	0,0000%	0,0000%
IMOPREDIAL	FIIF	0,0000%	-0,0043%	0,0000%
IMORENT	FIIF	0,0000%	0,0000%	0,0000%
LUSIMOVEST	FIIF	0,0000%	0,0000%	0,0000%
MAXIRENT	FIIF	0,0000%	0,0000%	0,0000%
NB PATRIMÓNIO	FIIA	0,0000%	0,0000%	0,0000%
NOVIMOVEST	FIIA	0,0000%	0,0000%	-0,0453%
TURÍSTICO II	FIIF	0,0000%	-0,7267%	-0,7761%
VALOR PRIME	FIIA	0,0000%	-0,0533%	0,0000%
VILA GALÉ	FIIF	0,0000%	0,0000%	0,0000%
VISION ESCRITÓRIOS	FIIF	0,0000%	0,0000%	0,0000%