



UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

Mestrado em Gestão e Avaliação Imobiliária  
Trabalho Final de Mestrado - Projecto

**REABILITAÇÃO URBANA E ARRENDAMENTO PARA LISBOA:  
PLANO DE NEGÓCIOS PARA TRÊS DIFERENTES MODELOS JURÍDICOS**

**João Manuel Pires Bento**

Orientador: Professor Doutor José Manuel Piriquito Costa

Apresentação: 29 de Setembro de 2011  
Defesa: 19 de Dezembro de 2011

## ÍNDICE GERAL

ABSTRACT .....	VII
RESUMO .....	VIII
NOTA PRÉVIA .....	IX
AGRADECIMENTOS .....	XI
<b>I – INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
SUMÁRIO .....	1
METODOLOGIA .....	1
REVISÃO BIBLIOGRÁFICA .....	2
<i>Estrutura Geral de Custos em Obras de Reabilitação de Edifícios</i> .....	2
<b>II – ENQUADRAMENTO DO ESTUDO .....</b>	<b>4</b>
O PROBLEMA DA REABILITAÇÃO .....	4
TENTATIVAS DE RESOLUÇÃO DO PROBLEMA .....	4
<i>Novo Regime do Arrendamento Urbano - NRAU</i> .....	4
<i>Regime Jurídico de Reabilitação Urbana - RJRU</i> .....	5
AS TENDÊNCIAS E O FUTURO DA HABITAÇÃO .....	5
INSTRUMENTOS E POLITICAS EM CURSO .....	6
<i>Memorando de Entendimento (Maio 2011)</i> .....	6
<i>Programa do XIX Governo Constitucional (Junho 2011)</i> .....	6
<i>Plano Estratégico de Habitação (Abril de 2008)</i> .....	6
<i>Programa Local da Habitação de Lisboa (Abril e Julho de 2009)</i> .....	6
<i>Estratégia de Reabilitação Urbana para Lisboa (Abril 2011)</i> .....	6
<i>Regulamento – Revisão do PDM (Março 2011)</i> .....	7
<b>III – MODELO DE NEGÓCIO .....</b>	<b>8</b>
A IDEIA DE NEGÓCIO .....	8
PLANO DE MARKETING .....	11
<i>Análise do Mercado</i> .....	11
<i>Imagem e Marca</i> .....	13
<i>Angariação vs Distribuição</i> .....	13
<i>Concorrência</i> .....	13
<i>Análise Swot</i> .....	14
PRESSUPOSTOS DO PROJECTO .....	14
<i>Avaliação de Imóveis</i> .....	15
<i>Necessidades de Reabilitação</i> .....	16
<i>Determinação das Rendas</i> .....	17
<i>Custos de Reabilitação</i> .....	18
<i>Tempos de Execução</i> .....	18
<i>Condições de Exploração</i> .....	19
<i>Impostos</i> .....	20
INFORMAÇÃO FINANCEIRA .....	21
<i>Plano de Exploração e Custos da Sociedade</i> .....	21
<i>Plano de Investimentos</i> .....	22
<i>Plano de Financiamentos</i> .....	23
<i>Plano de Tesouraria</i> .....	24
<i>Fluxos de Caixa</i> .....	25
<i>Avaliação do Investimento</i> .....	25

<i>Distribuição de resultados</i> .....	26
<i>Análise de Resultados</i> .....	27
<i>Análise de sensibilidade</i> .....	29
<b>IV - CONCLUSÃO</b> .....	<b>31</b>
<b>V - BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>32</b>
<b>ANEXOS</b> .....	<b>35</b>

## ÍNDICE DE ILUSTRAÇÕES

### FIGURAS

Figura 1 - Mapa de Lisboa por zonas .....	13
---	----

### GRÁFICOS

Gráfico 1 – Peso da Reabilitação na Europa .....	11
--	----

### QUADROS

Quadro 1 – Dados do Censos da População em Lisboa (2001-2011) .....	ix
Quadro 2 – Edifícios de Lisboa por períodos de construção – Censos 2001 .....	11
Quadro 3 – Edifícios existentes em Lisboa por estado de conservação – Censos 2001 .....	12
Quadro 4 – Edifícios de Lisboa por zonas urbanas de acordo com a classificação da CBRE .....	12
Quadro 5 – Separação dos componentes do móvel .....	15
Quadro 6 – Avaliação do imóvel antes da intervenção .....	16
Quadro 7 – Avaliação após Reabilitação .....	16
Quadro 8 – Avaliação após período de exploração .....	16
Quadro 9 – Necessidades na Reabilitação .....	17
Quadro 10 – Condições de Exploração do imóvel .....	17
Quadro 11 – Condições de Reabilitação .....	18
Quadro 12 – Prazos de intervenção nas Reabilitações .....	18
Quadro 13 – Despesas Operacionais na Exploração .....	19
Quadro 14 – Quadro sinóptico d edifício tipo pombalino .....	19
Quadro 15 – Investimentos em Manutenção .....	20
Quadro 16 – Resumo de impostos .....	21
Quadro 17 – Nº de investimentos necessários para a sustentabilidade da empresa .....	22
Quadro 18 – Investimentos em Reabilitação .....	22
Quadro 19 – Financiamentos por entidade jurídica .....	23
Quadro 20 – Condições do Serviço da Dívida .....	23
Quadro 21 – Cálculo do Serviço da Dívida .....	24
Quadro 22 – Aplicação do método CAPM .....	25
Quadro 23 - Resumo de dados para cálculo .....	26
Quadro 24 - Custo do Capital Próprio da Empresa Endividada .....	27
Quadro 25 – Resumo de Resultados dos Fundos de Investimento Imobiliários .....	28
Quadro 26 – Resumo de Resultados dos FII - Reabilitação Urbana .....	28
Quadro 27 – Resumo de Resultados da Sociedade Comercial .....	29

## ÍNDICE DE ANEXOS

### 1 – CUSTOS DE PRODUÇÃO vs MANUTENÇÃO DA SOCIEDADE

Quadro 1. 1 - Custos de produção vs manutenção da sociedade .....	36
---	----

### 2 – FLUXOS DE CAIXA

Quadro 2. 1 - Fluxos de Caixa do Caso 1 A - intervenção LIGEIRA .....	37
---	----

Quadro 2. 2 - Fluxos de Caixa do Caso 1 B - intervenção LIGEIRA .....	38
---	----

Quadro 2. 3 - Fluxos de Caixa do Caso 1 C - intervenção LIGEIRA .....	39
---	----

Quadro 2. 4– Fluxos de Caixa do Caso 2 A - intervenção INTERMÉDIA .....	40
---	----

Quadro 2. 5- Fluxos de Caixa do Caso 2 B - intervenção INTERMÉDIA.....	41
--	----

Quadro 2. 6- Fluxos de Caixa do Caso 2 C - intervenção INTERMÉDIA.....	42
--	----

Quadro 2. 7 - Fluxos de Caixa do Caso 3 A - intervenção PROFUNDA.....	43
---	----

Quadro 2. 8 - Fluxos de Caixa do Caso 3 B - intervenção PROFUNDA.....	44
---	----

Quadro 2. 9 - Fluxos de Caixa do Caso 3 C - intervenção PROFUNDA.....	45
---	----

### 3 – PLANOS DE TESOURARIA

Quadro 3. 1 - Plano de Tesouraria do Caso 1 A - intervenção LIGEIRA .....	46
---	----

Quadro 3. 2 - Plano de Tesouraria do Caso 1 B - intervenção LIGEIRA .....	46
---	----

Quadro 3. 3 - Plano de Tesouraria do Caso 1 C - intervenção LIGEIRA .....	47
---	----

Quadro 3. 4 – Plano de Tesouraria do Caso 2 A - intervenção INTERMÉDIA .....	47
--	----

Quadro 3. 5 - Plano de Tesouraria do Caso 2 B - intervenção INTERMÉDIA.....	48
---	----

Quadro 3. 6 - Plano de Tesouraria do Caso 2 C - intervenção INTERMÉDIA.....	48
---	----

Quadro 3. 7 - Plano de Tesouraria do Caso 3 A - intervenção PROFUNDA.....	49
---	----

Quadro 3. 8 - Plano de Tesouraria do Caso 3 B - intervenção PROFUNDA.....	49
---	----

Quadro 3. 9 – Plano de Tesouraria do Caso 3 C - intervenção PROFUNDA.....	49
---	----

## ABREVIATURAS

ACRRU	Áreas Críticas de Recuperação e Reconversão Urbana
ARU	Áreas Reabilitação Urbana
CE	Comissão Europeia
CF	Cash Flow
CBRE	CB Richard Ellis
CAPM	<i>Capital Assets Pricing Model</i>
BCE	Banco Central Europeu
CML	Câmara Municipal de Lisboa
CMVM	Comissão de Mercados de Valores Mobiliários
DMCRU	Direcção Municipal de Conservação e Reabilitação Urbana
EBF	Estatuto dos Benefícios Fiscais
ERU	Estratégia de Reabilitação Urbana
ERU-LX	Estratégia de Reabilitação Urbana de Lisboa
EU	<i>European Union</i> - União Europeia
FCCP ai	Fluxos de Caixa do Capital Próprio antes de impostos
FCCP di	Fluxos de Caixa do Capital Próprio depois de impostos
FCOI ai	Fluxo de Caixa Operacional do Imóvel antes de impostos
FCOI di	Fluxo de Caixa Operacional do Imóvel depois de impostos
FII	Fundos de Investimento Imobiliários
FII RU	Fundos de Investimento Imobiliários em Reabilitação Urbana
FMI	Fundo Monetário Internacional
IMI	Imposto Municipal sobre Imóveis
IMT	Imposto Municipal sobre a Transmissões onerosas de imóveis
INE	Instituto Nacional de Estatística
IHRU	Instituto da Habitação e Reabilitação Urbana
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas
IRS	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
<i>Kd</i>	Custo do Capital alheio

<i>Ku</i>	Custo do capital económico
LNEC	Laboratório Nacional de Engenharia Civil
MAEC	Método de Avaliação do Estado de Conservação de Imóveis
NFN	Necessidades de Fundo de Maneio
NRAU	Novo Regime Arrendamento Urbano
ORU	Operação de Reabilitação Urbana
PEH	Plano Estratégico da Habitação
PLH-LX	Programa Local de Habitação de Lisboa
PRI a	Período de Recuperação do Investimento actualizado
PORTA 65	Programa Porta 65
RECRIA	Regime Especial de Participação na Recuperação de Imóveis Arrendados
RAU	Regime Arrendamento Urbano
REGEU	Regulamento Geral das Edificações Urbanas
RJRU	Regime Jurídico Reabilitação Urbana
RO	Resultado Operacional
ROC	Revisor Oficial de Contas
ROL ai	Rendimento Operacional Líquido antes de impostos
SA	Sociedade Anónima
SGFII	Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliários
TFM	Trabalho Final de Mestrado
TIR	Taxa Interna de Rendibilidade
TIR CP ai	Taxa Interna de Rendibilidade do Capital Próprio antes de impostos
TIR CP di	Taxa Interna de Rendibilidade do Capital Próprio depois de impostos
VA	Valor Actual
VAL	Valor Actual Líquido
VALA	Valor Actual Líquido Ajustado

## ABSTRACT

This work elected as its main objective to conceive a business plan for a legal model dedicated to urban rehabilitation, offering solutions that will allow to eliminate the barriers originated by real estate ownership and the owners' lack of financial power.

It studies on the viability of the business tries to determine which legal capacity better fits with a strategy for urban rehabilitation, considering three distinct possible models: management by a commercial society; constitution of traditional real estate investment funds; or funds devoted exclusively to Urban Rehabilitation.

The underlying approach considers all policies already implemented, as well as new tendencies and directives that open new perspectives in this field and will hopefully contribute, in short term, to a livelier urban rehabilitation.

Economically, this study also approaches the evaluation of unoccupied buildings and financial analysis on all three aforementioned models, on a scale of three intervention levels — superficial, moderate and deep, totaling nine case studies.



## RESUMO

O presente trabalho final de mestrado tem como objectivo principal, conceber um plano de negócios para um modelo jurídico dedicado à reabilitação urbana, propondo soluções que permitam eliminar as barreiras decorrentes da posse do património e da descapitalização dos proprietários.

O estudo que incide sobre a viabilidade no negócio procura determinar qual o modelo de personalidade jurídica que melhor se adapta a uma estratégia de reabilitação urbana, tendo em conta três possibilidades distintas: a gestão por uma sociedade comercial, por meio da constituição de fundos de investimento imobiliários tradicionais ou a fundos dedicados exclusivamente à Reabilitação Urbana.

A abordagem ao trabalho tem em conta as políticas já implantadas, bem como as novas tendências e directivas que, neste campo, abrem novas perspectivas que se espera possam, a breve prazo, contribuir para a dinamização da reabilitação urbana.

Em termos económicos, são abordadas as avaliações dos imóveis devolutos e a análise financeira, que incide sobre os três modelos jurídicos já referidos, numa escala de intervenções na reabilitação desenvolvida em três níveis (ligeira, intermédia e profunda), perfazendo um total de nove casos de estudo.

Palavras chave: Reabilitação Urbana, imóveis devolutos, plano de negócios, análise financeira.

## NOTA PRÉVIA

O tema da Reabilitação Urbana tem sido uma das grandes preocupações actuais dos governos, autarquias e promotores, dada a complexidade de questões a ele associadas, desde uma equilibrada e sustentável gestão urbana à revitalização de centros históricos ou à proveitosa (re)habilitação do parque habitacional mais degradado ou devoluto.

Esta problemática sente-se também com particular premência numa grande cidade como Lisboa. Com efeito, pelos dados preliminares dos últimos Censos publicados no passado dia 30 de Junho, Lisboa continua a perder população apesar do crescimento de grandes áreas urbanas como a Alta de Lisboa e o Parque das Nações. Na última década, a autarquia tem mostrado preocupações ao nível da desertificação da cidade e tem desenvolvido diversos estudos de análise, sem contudo conseguir ter resultados práticos no travar deste flagelo para a cidade.

Quadro 1 – Dados do Censos da População em Lisboa (2001-2011)

<b>CENSOS DE LISBOA</b>	<b>2001</b>	<b>2011</b>
População Residente	564.657	545.245
Famílias	234.918	245.931
Alojamentos	293.064	322.585
Edifícios	53.387	52.554

Fonte: INE

É certo que estão em curso medidas que podem revitalizar a Reabilitação e o mercado do imobiliário em geral, por imposição do acordo assinado entre a 'troika' e o estado Português, com medidas definidas na generalidade e, independentemente do que possa acontecer na especialidade, acreditamos que tais medidas só venham acrescentar valor ao presente plano de negócios.

Em Portugal e segundo o Censos de 2001, apenas 14% da população vivia em alojamentos arrendados, sendo certo que terá diminuído na última década, como se poderá comprovar em Junho de 2012, quando saírem os resultados provisórios do inquérito realizado em Março deste ano.

O congelamento das rendas que pretendia travar as especulações imobiliárias do Estado Novo, levou a um mercado desequilibrado ao agudizar de algumas injustiças sociais no mercado da habitação, tendo também como resultados a descapitalização dos senhorios e o travamento do mercado do arrendamento na habitação.

Também a política seguida nos últimos anos, a par das alterações sociais e económicas, com reflexos ao nível dos rendimentos do agregado familiar, e dos incentivos à aquisição de casa própria, com a redução das taxas de juro e aumento das condições de acesso ao crédito, contribuíram para um crescimento continuado de habitações novas em todo o país.

Todos estes factores contribuíram para uma falta de confiança no mercado de arrendamento, agravada ainda pelas dificuldades de despejo por incumprimento, pela pouca celeridade dos mecanismos judiciais e pela ausência de seguros para esse fim.

Pela minha experiência profissional, pude constatar que grande parte dos senhorios desconhecem com profundidade o mercado, encontrando-se agarrados ao seu património por questões afectivas, ou porque sempre consideraram que o investimento em imobiliário seria algo de seguro e rentável.

Outras condicionantes dos proprietários são a sua elevada idade ou poucas habilitações, que os levam a confiar demasiado em instituições ou associações de que fazem parte, preocupando-se estas apenas em cobrar as rendas dos seus inquilinos e as suas cotas de participação.

As questões afectivas prendem-se, com a necessidade de deixarem um investimento seguro aos seus filhos, acreditando muitas vezes que estes terão competência e vontade suficiente para dali tirarem um contributo razoável que permita a sua subsistência e independência no futuro, esquecendo-se muitas vezes que o seu património é motivo mais que suficiente para as discussões e fracturas familiares originadas pelas partilhas.

A defesa dos interesses dos proprietários agravou-se com a implementação do RJRU<sup>1</sup>, que os obriga a recuperar os seus imóveis e a recoloca-los no mercado, sob pena de serem accionados os mecanismos para a venda forçada do seu património, cujo procedimento prático é o equivalente ao das expropriações.

Também o Conceito Fiscal de Prédios Devolutos<sup>2</sup> veio duplicar as taxas de IMI a serem aplicadas aos prédios urbanos ou fracções autónomas que se encontrem indicados como desocupados. Uma vez que se tratam de prédios antigos com um valor patrimonial muito baixo, esta medida não seria particularmente gravosa, não fossem as medidas que o governo se comprometeu com a 'troika' a implantar até final do corrente ano e que prevêm a aproximação do valor patrimonial ao valor de mercado dos seus prédios e respectivas fracções.

Estes factores, aliados a outros caracterizadores da actual situação económica e financeira em que nos encontramos, conciliam a oportunidade de ser criado um mecanismo que faça convergir interesses e que permita remover barreiras e uma esforços, criando condições para a recuperação do património imobiliário, eliminando os obstáculos afectivos e ultrapassando a insuficiência financeira dos proprietários.

É neste âmbito que se situa o projecto/estudo agora apresentado. Definindo o contexto actual, testando as diversas entidades jurídicas possíveis, visa propor uma solução específica, testar a sua viabilidade técnica e financeira e verificar a sua adequação às necessidades da reabilitação urbana, dos proprietários de imóveis devolutos e às expectativas dos investidores e na lógica do investimento imobiliário.

---

<sup>1</sup> RJRU – Regime Jurídico da Reabilitação Urbana

<sup>2</sup> D.L. 159/2006 de 8 de Agosto

## AGRADECIMENTOS

Neste percurso, muitas pessoas permitiram, por meio do seu saber, da sua disponibilidade para a discussão e da sua amizade, que o trabalho agora apresentado pudesse ir ganhando corpo e sustentabilidade, aos quais expresso o meu profundo agradecimento.

Ao meu orientador, Professor Doutor José Manuel Piriquito Costa, que me concedeu durante semanas parte do seu tempo, com dedicação e incomensurável paciência, acompanhando todo o nosso trabalho com o seu rigoroso e sábio apoio científico. Sem a sua preciosa ajuda, este trabalho seria certamente diferente do agora apresentado.

Aos meus professores Amaro Laia e João Carvalho das Neves, pela confiança, apreço e verdade no ensino.

Ao meu amigo João Luís Inglês Fontes, pelas suas consideráveis e importantes sugestões, concretizando-se em melhorias efectivas na apresentação deste trabalho.

Ao meu colega António Gonçalves, pelas longas horas de estudo que efectuámos juntos no decorrer do curso, contribuindo significativamente para que esta fase se tornasse mais acessível.

À minha querida esposa, familiares e amigos, pelo apoio incondicional, mesmo face às muitas horas e dias de ausência. Eles testemunham como um percurso é sempre algo de partilhado e, por isso, também humanamente gratificante.

## I – INTRODUÇÃO

### SUMÁRIO

A crise económica e financeira sentida nos últimos anos parece traduzir uma tendência que anuncia uma alteração significativa no modo de possuir uma habitação. Os obstáculos criados com o acesso ao crédito, baseados cada vez mais em critérios rigorosos de análise de risco – diminuição do *loan to value*, aumento de *spreads* e novos conceitos introduzidos na avaliação de imóveis – indicam um novo paradigma do imobiliário.

O mercado vira-se assim para a reanálise das Políticas e a delineação de novas estratégia do mercado de actuação, promovendo o arrendamento e a Reabilitação Urbana em detrimento da construção de novas habitações.

Também as alterações sentidas no seio das famílias, com novas formas na sua composição e com dimensões diferentes das tradicionais, aliadas a novas necessidades de mobilidade dos trabalhadores e estudantes, obrigam a repensar as políticas de oferta do Mercado habitacional, o que implica a reestruturação do modelo existente e a proposta de novos conceitos de habitação distintos dos até aqui seguidos.

O facto de alguns proprietários estarem agarrados aos seus imóveis, por questões afectivas, constitui um importante entrave ao mercado e à melhoria do parque habitacional. O conceito de negócio por nós proposto visa resolver esse impasse, também provocado pela incapacidade financeira dos proprietários, sem passar necessariamente pela alienação dos imóveis.

O nosso estudo baseia-se também na procura do melhor modelo societário, que permita reunir financiamentos e os possa aplicar na reabilitação do património devoluto. As contrapartidas são obtidas por um período de exploração, que visa a obtenção de receitas destinadas a reembolsar e remunerar os respectivos investidores.

Pelas condições existentes no mercado de Lisboa, parece-nos oportuno eleger esta cidade como o mercado da nossa actuação, sempre com o objectivo de expansão a outras grandes cidades a nível nacional.

### METODOLOGIA

A metodologia usada para a elaboração do presente plano de negócios parte da procura, análise e selecção de um conjunto de informação, define-se o plano de Marketing, estabelece-se alguns parâmetros que servirão de base à análise económica e financeira, e por fim, testa-se a viabilidade do negócio.

A informação seleccionada faz parte do enquadramento do estudo, da síntese das políticas que tendem a afirmar-se ao nível da habitação e reabilitação urbanas numa perspectiva da resolução do problema, e ainda, contribuem para o estabelecimento dos pressupostos do projecto que servirão de base à análise do modelo.

O plano de Marketing sistematiza a informação necessária ao desenvolvimento do negócio, definindo e os traços gerais da ideia base, a extensão da mesma na perspectiva do negócio e do produto, a opção pelos três tipos de modelos de negócio estudados, a análise ao mercado e da concorrência, e finaliza-se com uma análise SWOT.

A informação financeira trata e avalia o impacto do negócio nos diferentes modelos societários, identificando os custos de produção, definindo o plano de investimentos e financiamentos, identificando a avaliação segundo os modelos económicos mais adequados ao caso, procede-se à análise de resultados, e por fim, à análise de sensibilidade.

O trabalho encerra-se com uma conclusão e um conjunto de anexos demonstrativos da análise económica e financeira da proposta em causa, que se reconhece como sendo de possível interesse para o sector.

## REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

De uma forma transversal, têm surgido nos últimos anos um conjunto de estudos e publicações sobre a Reabilitação Urbana. Os seus autores procuram contribuir com os seus conhecimentos, para a retoma de um sector, que parece indicar, como sendo o mais provável e seguro no futuro do imobiliário.

Há uma série de documentação oficial produzida, que equacionamos no enquadramento do tema.

De toda a literatura analisada, e uma vez que existem regras muito apertadas quanto à dimensão do nosso TFM, optamos por referir apenas neste capítulo, a tese que serviu de base ao cálculo dos valores definidos na Reabilitação do nosso trabalho.

---

## ESTRUTURA GERAL DE CUSTOS EM OBRAS DE REABILITAÇÃO DE EDIFÍCIOS

Francisco Mayer desenvolveu um importante estudo sobre a *Estrutura Geral de Custos em Obras de Reabilitação de Edifícios*, no âmbito da sua tese de mestrado em Engenharia Civil, apresentada em 2008 ao Instituto Superior Técnico. O autor procura aplicar um modelo de estimação de custos associáveis a um universo de 40 orçamentos no âmbito de processos de reabilitação urbana, relativos precisamente à zona histórica de Lisboa, apresentados ao respectivo Departamento Municipal (DMCRU).

Neste processo, Mayer classifica as anomalias na construção de acordo com três níveis - Ligeiro, Médio e Profundo -, retomando aqui os critérios de classificação já usados pelos serviços municipais, constantes no precário indicativo para concursos de obras públicas. Os edifícios a interencionar são também divididos em três categorias: Pré-Pombalinos, Pombalinos e Gaioleiros. Contudo, a amostra é muito desigual, com 12 orçamentos para intervenções ligeiras, 23 para médias e apenas 5 para intervenções mais profundas..

Segundo o autor, a estimativa dada pelo modelo resulta num erro máximo de 25%, não oferecendo, por isso, muitas garantias de qualidade nos resultados, decorrente, cremos nós, da insuficiência da amostragem. Apesar disso, e porque se trata de estimar um modelo de viabilidade para o nosso negócio, optamos pelo uso desta ferramenta que veio a tornar-se relevante para o estudo que pretendemos realizar.

Das conclusões retiradas ao modelo, salienta-se o facto de os valores estimados para os custos das reabilitações nos edifícios pombalinos serem significativamente inferiores aos custos relacionados com as intervenções nos outros tipos de edifícios, aumentando a sua dispersão em relação aos edifícios pré-pombalinos, que demonstram ser aqueles que necessitam de maiores cuidados nas intervenções.

A par do esquema classificativo adoptado por Mayer, uma outra proposta de classificação encontra-se desenvolvida nos trabalhos levados a cabo pelo INE, que utiliza 5 categorias para caracterizar e tratar estatisticamente o estado dos imóveis. Aliás, o mesmo número de níveis de classificação seria retomado pelo NRAU em 2006. Em ambos os casos, é tida em conta a categoria dos imóveis “sem necessidades” [de intervenção] e utilizada uma categoria intermédia na caracterização dos imóveis com necessidades que poderia ter tornado mais operativa a análise proposta por Mayer.

O mesmo sistema de classificação do estado de conservação dos imóveis ao abrigo do NRAU foi desenvolvido por uma equipa do LNEC e aplicado em ordem à determinação do coeficiente de actualização das rendas, num método dito de Avaliação do Estado de Conservação de Imóveis (MAEC). Além das cinco categorias já referidas, este Método distingue, nos imóveis, três áreas distintas: o edifício, as partes comuns e a unidade habitacional. Nos contactos que pudemos estabelecer com um dos elementos da equipa, foi possível saber da existência de estudos baseados num algoritmo que permite converter os índices das anomalias verificados na avaliação, num índice de custo das operações de reabilitação. No entanto, não nos foi possível conhecer com maior detalhe o referido estudo, que não foi ainda tornado acessível ao grande público.

Na proposta de Mayer que, como referimos, toma em consideração, para os edifícios a necessitar de cuidados de reabilitação existentes na área da baixa de Lisboa, essencialmente três tipos de construção - pré-pombalinos, pombalinos e gaioleiros - não são levados em linha de conta os edifícios do tipo misto e os de betão armado. Também as técnicas de construção e os materiais existentes na sua composição são de categorias e idades diferentes, cujos parâmetros não podem ser ignorados numa intervenção futura, pois deles depende uma análise prévia que permita evitar surpresas no período de construção, de modo a

não pôr em causa a viabilidade do negócio. Outras diferenças existem ao nível das áreas habitacionais, da implantação, número de pisos, tipos de usos, volumetrias, acabamentos das fachadas, sistemas de coberturas e outras também associadas à arquitectura do edifício, localização e enquadramento urbano.

O estudo de Mayer apresenta quadros com trabalhos diferentes em cada tipo de reabilitação, justificados também pelos diferentes tipos de edifícios intervencionados, tendo como base os orçamentos recolhidos, o que dificulta a uniformização de um padrão de análise. Também o facto de terem sido utilizados critérios de medição provavelmente distintos entre o estudo de Mayer e o nosso justifica também a diferença nos resultados por nós obtidos. Apesar disso, e por falta de outros elementos mais consonantes, resolvemos adaptar o estudo a um padrão que nos permita estimar os valores para o nosso modelo, não comprometendo por isso o estudo que pretendemos realizar.

Também nada é referido quanto à inclusão ou não dos impostos, nomeadamente o IVA, que detém algumas vantagens acrescidas em matéria de reabilitação, nomeadamente ao nível da mão-de-obra. Apesar disso e depois de trabalhados os dados, verificamos que os resultados constantes de uma intervenção profunda apresentam, na generalidade, valores superiores aos da construção nova, optando-se assim, por considerar o IVA como incluído nos preços apresentados.

Consideramos, também, os valores relativos a uma intervenção profunda, como limites da nossa intervenção e do objectivo que pretendemos atingir, pelo menos no que diz respeito ao estudo de viabilidade da operação.

## II – ENQUADRAMENTO DO ESTUDO

### O PROBLEMA DA REABILITAÇÃO

Em Portugal, o problema da Reabilitação Urbana está intrinsecamente ligado ao problema do arrendamento e ao recurso ao congelamento das rendas como instrumento político de gestão do parque habitacional e dos problemas económicos e sociais a ele inerentes.

Este recurso aparece atestado desde cedo – pelo menos desde a implantação da República, com sucessivas retomas no período da Grande Guerra e ao longo do Estado Novo (CML, 2009a). Após o 25 de Abril de 1974, recorre-se novamente ao congelamento das rendas para se obviar problemas económicos e sociais, sobretudo em grandes centros urbanos como Lisboa e Porto.

Tais políticas acabariam por tornar o mercado do arrendamento obsoleto, pela impossibilidade de se actualizarem as rendas e pela morosidade dos processos de despejo por falta de pagamento atempado das mesmas.

Por outro lado, as alterações políticas e sociais dos últimos anos, sobretudo no incentivo à aquisição de habitação própria, mercê das facilidades concedidas ao crédito bancário, resultaram no abandono das grandes cidades e consequente deslocação para as periferias na procura de habitação maior e mais acessível.

Estavam assim criadas as condições para o despovoamento e desertificação dos grandes centros históricos, com resultados na degradação e abandono do património edificado.

### TENTATIVAS DE RESOLUÇÃO DO PROBLEMA

Uma das primeiras tentativas para resolver o problema que, desde há muito, assola o mercado de arrendamento, nasceu com a publicação, em 1990, do Regime de Arrendamento Urbano (RAU), que se esperava tivesse um impacto significativo na actualização das rendas antigas, mas as suas limitadas reformas vieram demonstrar que nem serviram para assustar os arrendatários nessas condições.

#### NOVO REGIME DO ARRENDAMENTO UBANO - NRAU

Já em 2006, agora sob o desígnio de Novo Regime de Arrendamento Urbano (NRAU), o legislador procurou uma vez mais a reposição da verdade em matéria da actualização de rendas antigas anteriores a 1990, mas, as dificuldades sentidas na aplicabilidade da lei vieram provar a sua ineficácia. Só no decorrer de 2007 estava prevista a actualização das rendas de cerca de 20 mil habitações (Diário de Notícias, 2007, Jan., 30). Porém, volvidos cerca de 5 anos, as estimativas apontam para um número demasiado baixo<sup>3</sup>.

As dificuldades na aplicação da lei ligam-se à complexidade de todo o processo exigido às diversas entidades envolvidas e, sobretudo, à obrigatoriedade da realização de obras, sempre que os coeficientes de conservação se revelem insuficientes para a sua actualização, o que acontece quase sempre no património alocado a estas condições.

O maior entrave deriva quase sempre da descapitalização dos proprietários e a consequente incapacidade para assegurar a realização de obras, aliado à sua falta de confiança no mercado no que respeita aos incumpridores, mas também à falta de conhecimentos técnicos e jurídicos do mercado imobiliário.

A introdução do conceito fiscal de prédio devoluto para efeitos de aplicação em dobro da taxa do IMI também não surte o efeito pretendido junto dos proprietários em ordem à reabilitação do património, porque os valores patrimoniais envolvidos são baixos

<sup>3</sup>Em Lisboa, dos 3435 pedidos apenas 75 conseguiram actualizações de rendas (CML, 2009 a, 299).



e na maior parte das vezes encontram-se desactualizados. As medidas impostas pela 'troika' prevêm uma actualização do valor patrimonial para valores próximos aos do mercado, o que, a acontecer, poderá desencadear o processo da reabilitação.

A possibilidade que é dada aos arrendatários de adquirirem a sua fracção ou imóvel, nos casos em que os proprietários não realizem as obras necessárias para atingirem um nível de conservação médio, envolve uma enorme burocracia e acarreta grandes dificuldades financeiras e obrigacionais, tornando-se um entrave à sua realização, pelo que raramente conduz a quaisquer resultados práticos.

---

## REGIME JURÍDICO DE REABILITAÇÃO URBANA - RJRU

O novo Regime Jurídico de Reabilitação Urbana, que entrou em vigor no final de 2010, procura encontrar soluções para o problema do mercado.

Este diploma regulador de uma nova política de reabilitação urbana, apesar de pecar por ser um "diploma demasiadamente centrado na iniciativa dos municípios" (Vida Imobiliária, 2010), tem a vantagem de promover uma melhor articulação entre o público e o privado e possibilitar a criação de mecanismos em ordem, quer ao arrendamento, expropriação e venda forçada, quer ao financiamento, quer ainda à aceleração de processos de licenciamento.

O diploma separa ainda os conceitos de Reabilitação Urbana em simples e sistemática. As Operações de Reabilitação Urbana (ORU) simples são orientadas por uma estratégia e incidem fundamentalmente em intervenções de pequena escala, traduzindo-se numa intervenção ao nível do edifício. As ORU sistemáticas são orientadas por um programa estratégico, referido mais adiante, encontrando-se mais vocacionadas para uma intervenção global de maior escala.

O diploma ainda não se traduziu em muitos resultados práticos, porventura devido ao seu carácter recente. A verdade é que existem muitas vezes críticas que consideram insuficientes as suas políticas.

## AS TENDÊNCIAS E O FUTURO DA HABITAÇÃO

As alterações sentidas nos últimos anos a nível cultural, social e económico, vêm alterar a forma de deter e viver em habitação e criar um novo paradigma do imobiliário. "A solução para este problema está na inovação, qualidade e desenvolvimento do produto imobiliário" (Laiá & Moedas, 2010, 25).

Condicionado que está o mercado de aquisição de habitação própria, por dificuldades na obtenção de crédito, pelo decréscimo do rendimento de famílias e pelo provável aumento, num curto prazo, das taxas de juro e dos impostos sobre a propriedade, há necessidade de repensar a forma de deter uma habitação.

Ao nível da mobilidade dos trabalhadores e estudantes, temos sentido, nos últimos anos, uma tendência para sua acentuação, fruto da globalização e da necessidade de um alargamento de horizontes, criatividade e inovação, gerando uma sociedade mais rica e competitiva.

Também as alterações demográficas, com o envelhecimento da população, a redução de casamentos e uniões, o aumento de divórcios e a redução do número de membros do agregado familiar, contribuem para a alteração dos parâmetros tradicionais da habitação, com resultados que se devem traduzir em tipologias mais pequenas.

Ao nível dos comportamentos, existem também alterações nas dinâmicas habitacionais, "tais como, a crescente afirmação do indivíduo exigindo necessidades específicas na apropriação do alojamento (...), a generalização do acesso ao consumo ou o crescimento da instrumentalização do trabalho, como veículo de realização profissional, frequentemente prolongado no espaço de casa" (IHRU, 2009d, 6).

Todos estes factores conduzem a uma viragem no mercado da habitação e dos parâmetros que têm sido seguidos até aqui, obrigando os seus actores a virarem-se para a vertente da reabilitação e do arrendamento, no sentido de serem criadas as condições de habitação inquilinata, tão em voga nos países nórdicos europeus.

## INSTRUMENTOS E POLITICAS EM CURSO

### MEMORANDO DE ENTENDIMENTO (MAIO 2011)

Em 17 de Maio do presente ano foi assinado entre o Estado Português e a 'troika' (CE/BCE/FMI) um memorando de entendimento sobre as condicionantes de política económica, que resultam numa concessão de assistência financeira a Portugal.

A ajuda financeira tem como contrapartidas a redução do défice, que obriga o Estado a rever as suas políticas de actuação, onde se incluem medidas relacionadas com o mercado imobiliário, com compromissos ao nível dos procedimentos, impostos, contratos, sempre na perspectiva de uma retoma do arrendamento e da reabilitação urbana.

### PROGRAMA DO XIX GOVERNO CONSTITUCIONAL (JUNHO 2011)

O programa do Governo, tornado público no final de Junho, compromete-se a cumprir os compromissos assumidos internacionalmente e acrescenta condições de incentivo à constituição de Fundos Imobiliários de Reabilitação Urbana e procedimentos que visem simplificar o regime da reabilitação urbana, na delimitação das Áreas de Reabilitação Urbana.

### PLANO ESTRATÉGICO DE HABITAÇÃO (ABRIL DE 2008)

Da responsabilidade do Instituto da Habitação e Reabilitação Urbana (IHRU) o Plano Estratégico da Habitação (PEH), define propostas que pretendem consubstanciar uma “mudança de paradigma de pensamento e acção que corresponde a uma tentativa de inflexão de algumas das medidas de política de habitação existentes, além da incorporação de novos instrumentos” (IHRU, 2009d, 21).

Como plano que é, define princípios e linhas de acção para uma política de habitação com abrangência nacional. Identifica, pois, as prioridades e define as metas que pretendem restabelecer a confiança no sector, com destaque para a reabilitação urbana, políticas sociais e de salvaguarda de valorização patrimonial, assegurando a memória do edificado e a sua evolução ([www.ihru.pt](http://www.ihru.pt)).

### PROGRAMA LOCAL DA HABITAÇÃO DE LISBOA (ABRIL E JULHO DE 2009)

O Programa Local da Habitação de Lisboa (PLH-LX) é um instrumento que define “localmente uma visão estratégica das intervenções nas áreas da habitação, cruzando diversas políticas com realce para a reabilitação e reconversão urbana, fixando objectivos da política de habitação local para 4-5 anos” (CML, 2009b, 17).

Nasce assim o programa que visa dar cumprimento aos desafios impostos no PEH.

O programa pretende “identificar as principais carências e potencialidades em matéria de habitação na cidade e na sua envolvente regional, por forma a definir prioridades e garantir os meios e instrumentos necessários” para as resolver ([habitacao.cm-lisboa.pt](http://habitacao.cm-lisboa.pt)), permitindo ao mesmo tempo que a “autarquia desenvolva o seu papel regulador no mercado de habitação” e “contribua de forma activa para o efectivo direito a uma habitação adequada” ([habitacao.cm-lisboa.pt](http://habitacao.cm-lisboa.pt)).

O objectivo cimeiro do PLH-LX é o de “Re-Habilitar Lisboa: Melhorar a Cidade, Atrair Nova População, Passar da Crise à Oportunidade” (CML, 2009c, 3), propondo também linhas de estratégia que visem a aceleração dos processos de licenciamento e que criem condições de parceria com vários actores sociais.

### ESTRATÉGIA DE REABILITAÇÃO URBANA PARA LISBOA (ABRIL 2011)

A Estratégia de Reabilitação Urbana para Lisboa (ERU-LX), “é um instrumento de orientação para a actuação do município, fazendo o enquadramento das suas acções com o Regime Jurídico da Reabilitação Urbana...” (CML, 2011, 4), pretendendo dar

cumprimento a um conjunto de desafios que visam estabelecer uma estratégia de intervenção na área da Reabilitação Urbana, num período estabelecido entre 2011-2024.

Alguns dos conceitos aflorados foram largamente trabalhados nos planos e programas anteriores, mas como se trata de uma estratégia, o ERU-LX aborda aspectos mais ligados ao modo de intervenção, à mobilização de meios e dos objectivos a atingir.

---

## REGULAMENTO – REVISÃO DO PDM (MARÇO 2011)

Apesar da preocupação há muito manifestada pelas entidades oficiais ao nível da reabilitação e regeneração da cidade de Lisboa, os últimos censos demonstram a perda gradual de população pelo município lisboeta nas últimas quatro décadas.

Muitos estudos, sobretudo alguns realizados pelo próprio município, apresentam essa preocupação e algumas propostas no sentido de fixar populações, requalificar o parque habitacional e criar um conjunto de infra-estruturas que permitam devolver à cidade a sua dignidade.

Nesse sentido, a CML procedeu a revisão do PDM que “estabelece as grandes estratégias de desenvolvimento, as orientações e as políticas urbanísticas para o território municipal” (CML, 2011, 5), incidindo sobre o espaço público e infra-estruturas, equipamentos e edificado e tendo como princípios a “promoção da reabilitação urbana e a regeneração urbana, alargando o conceito de área histórica a toda a cidade consolidada como forma de defesa e valorização do seu património histórico, cultural e paisagístico” (CML, 2011, 5).

Com a sua ratificação em Conselho de Ministros previsto para Outubro do corrente ano, passará toda a área do município de Lisboa — com excepção do Parque das Nações — a usufruir de benefícios consagrados no Estatuto de Benefícios Fiscais, nomeadamente no que respeita à taxa do IVA.

As alterações ao PDM contemplam novas políticas quanto à relação com os vários actores que intervêm na cidade e introduz novos conceitos e regras relacionados com o ambiente, novas formas de classificação das componentes ambientais urbanas e de qualificação do espaço urbano. Propõe ainda programas de execução relacionados com Planos de investimento e de actividades, onde se incluem os apoios à reabilitação e ‘sistema de incentivos’, estes relacionados com o sistema de contrapartidas em benefício dos que mais contribuem para o desenvolvimento do município, sob a forma de créditos.

Todos estes instrumentos normativos e programáticos vêm reforçar a constatação de uma efectiva mudança de paradigma no que respeita à gestão e reabilitação do tecido habitacional urbano e da crescente valorização do arrendamento, inclusive com sistemas de favorecimento económico e fiscal dos envolvidos na recuperação dos imóveis mais degradados ou devolutos. Desenham assim um quadro no qual a nossa proposta se desenvolve e consubstancia.

#### A IDEIA DE NEGÓCIO

---

##### Ideia Base

O produto base consiste na criação de um serviço prestado aos proprietários que não detenham condições de reabilitar o seu imóvel, criando condições de financiamento para fazer face aos custos da Reabilitação.

Como garantia, o proprietário entrega o seu imóvel sob a forma de cessão do direito de superfície pelo período que ficar determinado. O veículo de transmissão previsto encontra-se isento de IMT, uma vez que não existem valores envolvidos na transferência de direitos.

O cedente dos direitos ficará livre de qualquer ónus ou encargos no período de transmissão da sua propriedade.

Em contrapartida dos custos envolvidos com a recuperação do património, os investidores ficam com o direito de explorar o imóvel, durante um período determinado para a recuperação dos valores envolvidos.

Aos investidores cabe o dever de fazer face a todas as despesas, como impostos, manutenção e pequenas reparações devidas pela beneficiação e estado de conservação do imóvel, de acordo com o que ficar determinado.

---

##### Extensão da Ideia

O negócio enquadra-se também na oportunidade que pode vir a ser criada pelos mecanismos de expropriação e venda forçada previstos no RJRU, caso os proprietários não possam ou não queiram promover a reabilitação dos seus imóveis.

Outra oportunidade que pode contribuir para o negócio consiste na possibilidade de se poder adaptar o modelo aos proprietários que detêm imóveis parcialmente arrendados, nomeadamente ao nível dos mecanismos de indemnização ou realojamento temporário.

Ainda poderá ser criada a possibilidade do proprietário poder receber uma comparticipação nas rendas, em contrapartida de uma extensão do período de direito de superfície ou por meio de outros mecanismos adicionais, ou mesmo de resgatar o direito à propriedade, em qualquer período de exploração, liquidando, para o efeito, valores que compensem os investidores.

---

##### Extensão da ideia ao Produto

O produto final, sob a forma de fogos destinados ao arrendamento, é igualmente importante para o sucesso da operação. Como o objectivo deste TFM é a ideia de negócio, apenas afluíram alguns conceitos que têm como base a criação de um produto diferenciado, acrescentando valor à operação:

- Adaptação dos fogos a outras tipologias mais reduzidas;
- Possibilidade de aumento do nº de pisos nos prédios a intervir;
- Remodelação dos fogos com intervenções arquitectónicas ao nível do conforto e identidade dos espaços;
- Oportunidade de se oferecer um produto segmentado, incluindo a jovens<sup>4</sup>;
- Oportunidade de serem criadas habitações “low-cost”;
- Diferenciação de serviços prestados na habitação, como internet e serviços de limpeza e conforto;

---

<sup>4</sup> Que usufruem de comparticipações ao arrendamento, no âmbito do programa Porta 65 (Decreto-Lei 308/2007 de 3 de Setembro).

► Introdução de conceitos ligados à sustentabilidade e segurança.

---

## Forma do Negócio

A forma de negócio concretiza-se pela criação de uma Sociedade Gestora que tem a função de gerir todo o património, desde a sua entrada até à devolução ao proprietário.

A gestão tem duas fases distintas: a recuperação do imóvel e a fase de exploração.

Durante a primeira fase, a Sociedade Gestora assegura a angariação de proprietários, a contratação da equipa técnica necessária ao estudo físico do imóvel e ao licenciamento sempre que necessário, a selecção e contratação dos empreiteiros e todos os procedimentos necessários a uma correcta e adequada reabilitação do edificado.

No período de exploração, a Sociedade Gestora terá que assegurar as melhores condições de arrendamento, contratar, se necessário, serviços adequados para a promoção do mesmo, cobrar e liquidar todos os compromissos assumidos, manter e gerir a obra em bom estado de conservação e higiene e, de acordo com as suas obrigações definidas no modelo de gestão, informar e esclarecer todas as entidades envolvidas no modelo.

---

## Opção pelo modelo de gestão

Além de testarmos a viabilidade do negócio, foi também objectivo deste estudo proceder à escolha do modelo jurídico que melhor se enquadrasse no negócio.

A concretização do negócio visa a obtenção de valores necessários para serem investidos na recuperação do património e com isso, criar mais valias na remuneração dos capitais com taxas que permitam compensar o risco da operação.

A forma de constituição da empresa é de extrema importância para a concretização dos objectivos que se pretendem atingir, pelo que importa ponderar os vários modelos possíveis e avaliar a sua melhor aplicabilidade para o fim em causa.

## Fundos de Investimentos Imobiliários

---

Como veículo mais propício à canalização de poupanças, é um dos instrumentos que oferece mais garantias ao conjunto dos investidores, reconhecidos como proprietários e accionistas.

Munido de um conjunto de exigências impostas no Direito, os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) encontram-se sob autorização e controlo da CMVM. Porque prevêm a responsabilidade solidária entre a sociedade gestora e o depositário, este último normalmente com níveis de confiança já conquistados no mercado, o conjunto destas condições oferecem aos participantes algumas garantias de recuperação do seu investimento.

Pela elevada exigência na criação e manutenção dos fundos, a sua constituição encontra-se normalmente vedada aos pequenos investidores, não só pela criação de condições necessárias ao seu funcionamento, como também devido ao elevado capital inicial necessário para a constituição de uma SGFII, fixado actualmente em 375.000 Euros.

Acresce ainda o facto de existirem restrições em matéria de financiamentos bancários.

## Fundos de Investimentos Imobiliários em Reabilitação Urbana

---

Este tipo de fundo acaba por ser uma extensão do fundo de investimento imobiliário referido anteriormente, diferindo deste apenas pelo uso do regime extraordinário de incentivos à reabilitação urbana, criado pelo orçamento do estado de 2008.

Para o usufruto dos benefícios fiscais transcritos para o art.º 71º do EBF, exige-se que “pelo menos 75% dos seus activos sejam bens imóveis sujeitos a acções de reabilitação realizadas nas áreas de reabilitação urbana”, e o n.º 20 do mesmo artigo acrescenta que os regimes fiscais consagrados são aplicáveis às acções de reabilitação que se encontrem concluídas até 31 de Dezembro de 2020.

## Sociedade Comercial

---

A sociedade comercial prevista no nosso modelo corresponde a uma SA, que apesar de não ter a supervisão da CMVM, ainda presta alguma informação normativa à entidade reguladora e supervisora do mercado de capitais. Em matéria de garantias, consideramo-la insuficiente para a conquista dos potenciais proprietários, já que os investidores serão parte integrante da empresa sob a forma de accionistas.

As vantagens na criação deste modelo societário prendem-se, desde logo, com o valor do capital social necessário para a sua constituição, no valor mínimo de 50.000 €, significativamente inferior ao do modelo anterior.

Às sociedades comerciais abre-se também a possibilidade de contraírem empréstimos junto das entidades bancárias, em ordem à conquista de capitais para os seus projectos. A limitação consiste nas garantias impostas pelo financiamento e pelo período da amortização da dívida, normalmente fornecidos por períodos muito curtos, face ao modelo de negócio que se pretende concretizar.

---

### Incentivos à Reabilitação

- ▶ Pelo orçamento do estado de 2008, foram criados alguns benefícios fiscais de carácter temporário sob a forma de “incentivos à Reabilitação Urbana” destinados a vários actores imobiliários, com destaque para os Fundos de Investimento Imobiliário.
- ▶ No âmbito da mesma política, a CML aprovou, em Assembleia Municipal, a passagem das Áreas Críticas de Recuperação e Reconversão Urbana (ACRRU), para dentro do conceito definido pelo EBF, quanto às Áreas de Reabilitação Urbanas (ARU), alargando assim as áreas de intervenção previstas nos benefícios fiscais.
- ▶ Existe a possibilidade de se recorrer às comparticipações previstas para obras de conservação e beneficiação ao abrigo do programa RECRUA.

---

### Políticas em curso

As políticas da administração central e local, descritas na segunda parte deste TFM, caso venham a ser implantadas, contribuirão certamente para a criação de valor no negócio da reabilitação imobiliária. Dos aspectos positivos delas decorrentes, destacamos os mais significativos:

#### Directos

- ▶ Criar condições de incentivo à constituição de Fundos Imobiliários de Reabilitação Urbana;
- ▶ Simplificar os procedimentos para obras de reabilitação relativos a licenças e outras formalidades existentes;
- ▶ Melhorar a política de reabilitação urbana e consequente repovoamento dos centros urbanos;
- ▶ Alargamento do conceito de área histórica a toda a área consolidada de Lisboa;
- ▶ Introdução de um sistema de incentivos e apoios à reabilitação, sob a forma de créditos;

#### Indirectos

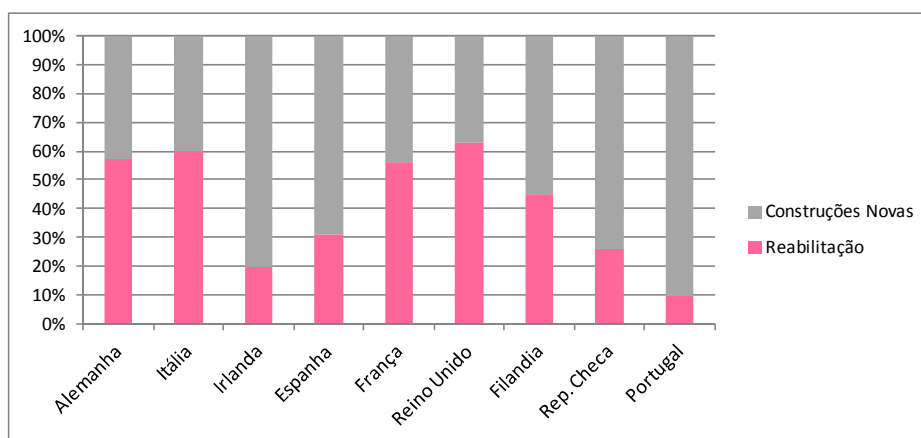
- ▶ Eliminação de incentivos à aquisição de habitação própria devidos pela dedução de encargos em sede de IRS;
- ▶ Agravamento do IMI para fogos e edifícios devolutos;
- ▶ Simplificação das regras para o realojamento temporário em edifícios sujeitos a obras de reabilitação;

ANÁLISE DO MERCADO

Dados e Indicadores

Pelos dados publicados pela Euroconstruct, Portugal tinha das taxas mais baixas de intervenção em Reabilitação, comparando com outros países da EU. De facto, do total das intervenções na construção residencial, apenas cerca de 9,5% dizem respeito à reabilitação e os restantes 90,5 % a construções novas. A reabilitação urbana apresenta mostras de ser um mercado potencial para os investidores.

Gráfico 1 – Peso da Reabilitação na Europa



Fonte: Eurostat - Housing statistics in the European Union 2004.

Os dados publicados pelo INE relativos aos censos de 2001 indicam-nos que grande parte do parque edificado da cidade de Lisboa tem actualmente mais de 30 anos e que pelo menos 42% foi construído antes de 1945, permitindo-nos perceber o potencial da Reabilitação.

Quadro 2 – Edifícios de Lisboa por períodos de construção – Censos 2001

EDIFÍCIOS POR PERÍODOS DE CONSTRUÇÃO	nº Edif.	%
Até 1945	22.389	42%
De 1946 a 1980	24.118	45%
De 1981 a 2001	6.880	13%
<b>Total</b>	<b>53.387</b>	

Fonte: INE

De todo o parque existente na cidade de Lisboa, cerca de 61% (quadro 3) necessita de intervenções em reabilitação e do total desse parque pelo menos cerca de 2.869 edifícios encontram-se muito degradados.

Quadro 3 – Edifícios existentes em Lisboa por estado de conservação – Censos 2001

EDIFÍCIOS E ESTADO DE CONSERVAÇÃO	nº Edif.	%
Sem necessidade de reparação	20.636	39%
Com necessidade de reparação	29.882	56%
Muito degradado	2.869	5%
<b>Total</b>	<b>53.387</b>	

Fonte: INE

Segundo o ERU-LX (2011, 60), existem dados recentes recolhidos pelo Município de Lisboa, com data de Março de 2010, que apontam para a existência de cerca de 4.681 edifícios parcialmente vagos ou devolutos, representando cerca de 8% do total do parque da cidade. O estudo indica ainda que cerca de 50% encontra-se em mau ou muito mau estado de conservação.

### Mercado de Actuação

O mercado imobiliário de Lisboa apresenta, nas últimas décadas, uma forte carência habitacional, sobretudo ao nível dos fogos destinados ao arrendamento, como provam os dados publicados periodicamente nos jornais e revistas da especialidade. É por eleição o nosso mercado de actuação.

Lisboa é ainda um mercado que mostra grandes sinais de satisfação pelos seus residentes, comprovado pelo estudo efectuado pela Markttest e encomendado para o PLH-LX, que apresenta níveis de satisfação na ordem dos 73%. Os principais motivos invocados pelos inquiridos prendem-se com: a proximidade do trabalho, o preço da habitação e as boas condições de habitabilidade.

A nossa capital dá, assim, provas de viabilidade no negócio que pretendemos implantar. O mesmo é, aliás, atestado pela APEMIP/Casa Yes no início de 2011, ao concluir que “a procura potencial de arrendamento tem vindo a crescer e atinge já cerca de 20% ou mais das pesquisas nas principais áreas urbanas”<sup>5</sup>.

O concelho está ainda dividido por 53 freguesias com áreas geográficas muito díspares, oscilando entre os 6 e os 1066 hectares, correspondentes às freguesias de Santiago e Santa Maria dos Olivais, respectivamente. A Câmara Municipal de Lisboa já aprovou, em Assembleia Municipal, uma proposta na redução para 24 freguesias, a aplicar num futuro próximo.

A classificação do estado de conservação dos edifícios por freguesia, publicados pelo INE em 2001, permite-nos perceber o rácio de imóveis que necessitam de intervenção em reabilitação, com níveis mais altos nas freguesias de São Miguel, Socorro e Santiago, curiosamente freguesias pertencentes à zona Baixa-Castelo, de acordo com a divisão efectuada e classificada pela CBRE, com base em critérios de homogeneidade.

Quadro 4 – Edifícios de Lisboa por zonas urbanas de acordo com a classificação da CBRE

RESUMO DE EDIFÍCIOS POR ÁREAS (segundo o modelo adoptado pela CBRE)	Total	Sem necessidade de reparação	Com necessidades de reparação			Muito degradado
			Pequenas reparações	Reparações médias	Grandes reparações	
<b>Baixa e Castelo</b>	6.837	1.924	1.742	<b>1.514</b>	<b>982</b>	<b>675</b>
Chiado	2.000	694	603	461	155	87
Santos	2.256	605	645	542	245	219
Lapa	1.008	352	390	148	71	47
Campo Ourique e Amoreiras	3.387	612	799	1.012	584	380
Avenidas Novas	9.049	4.075	2.708	1.268	631	367
Zona ocidental	8.699	3.759	2.546	1.215	813	366
Campolide-Benfica	8.602	3.597	2.587	1.509	581	328
Zona Oriental	7.598	3.182	2.395	1.160	584	277
Lumiar	3.951	1.836	1.277	498	217	123
<b>Totais</b>	<b>53.387</b>	<b>20.636</b>	<b>15.692</b>	<b>9.327</b>	<b>4.863</b>	<b>2.869</b>

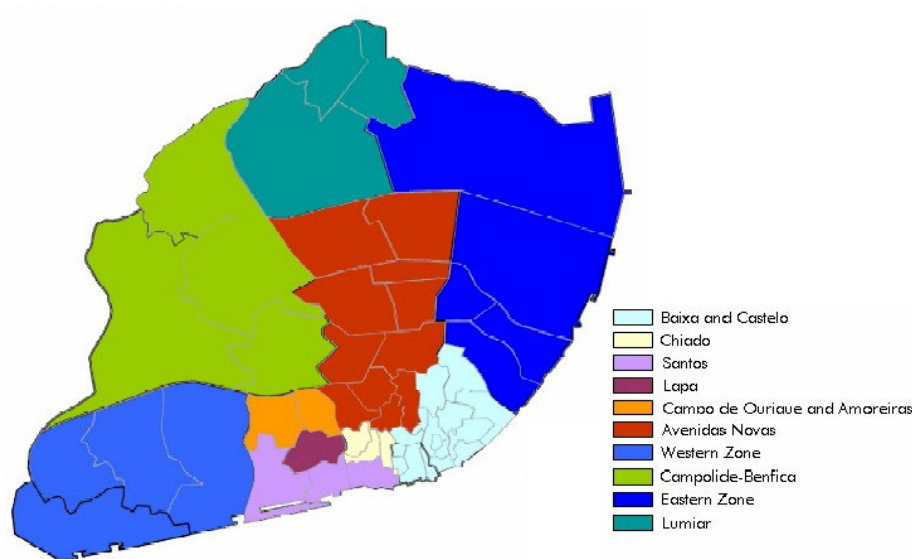
Fonte: INE - com tratamento nosso

<sup>5</sup> Espaços & Casas – Jornal Expresso de 3 de Setembro de 2011.



Porque os dados nos encaminham para um mercado de actuação ligado à Baixa e Castelo, o presente estudo incide nessa área tão peculiar da cidade de Lisboa, curiosamente aquela que mais interesse tem suscitado em estudos ligados à reabilitação nos últimos tempos, até pelo seu carácter histórico e importância simbólica para a identidade da própria cidade.

Figura 1 – Mapa de Lisboa por zonas



Fonte: CBRE

---

## IMAGEM E MARCA

Segundo Ries e Ries (2002), a marca é crucial para o sucesso de qualquer empresa, uma vez que dela depende a percepção do produto criada na mente do consumidor.

Conscientes que o sucesso de qualquer empresa dependerá largamente das condições investidas na criação da sua imagem, foi previsto um investimento inicial que permita à empresa reunir condições de marca e de imagem, transmitindo ao mesmo tempo uma mensagem de credibilidade, confiança e profissionalismo.

---

## ANGARIAÇÃO VS DISTRIBUIÇÃO

A angariação dos imóveis far-se-á pelo contacto directo com os proprietários. Os contactos iniciais serão estabelecidos depois de detectados, *in loco*, os imóveis devolutos, esperando-se que num futuro próximo a empresa possa crescer com a publicidade, transmitida pelos aderentes.

Porque se trata de uma ideia sem paralelo no mercado imobiliário, acreditamos que uma das melhores formas que existem para a divulgação e promoção da empresa será pelo recurso à comunicação social, desde que se consigam reunir as condições e pessoas adequadas para o efeito.

Com a criação e divulgação de um *site* da empresa na internet, prevê-se que este possibilite, não só a divulgação dos nossos serviços, como também a angariação de proprietários e arrendatários. Por outro lado, permitirá uma poupança de comissões, com o correspondente aumento de valor para os investidores.

---

## CONCORRÊNCIA

Não temos de momento qualquer concorrência directa ou indirecta, mas acreditamos que, após o lançamento da empresa outras possam surgir com modelos similares. Contudo, a principal fatia do mercado pertencerá sempre à empresa que for inovadora na criação do produto (Ries e Ries, 2002).

Pelo que nos foi dado apurar, não existe até ao momento nenhuma SGFII dedicada exclusivamente à reabilitação, mas existem empresas que actuam nessa fatia de mercado, tais como: Orey, Príncipe Real, Banif e Esaf.

---

## ANÁLISE SWOT

A análise SWOT é uma das ferramentas principais do Marketing, que nos permite identificar um conjunto de factores endógenos e exógenos à nossa empresa e ao nosso produto, sendo a sua análise reflectida em:

---

### PONTOS FORTES (Strengths)

- Equipa com conhecimento do mercado imobiliário;
- Conceito de negócio inovador;
- Oferta de produtos integrados;

---

### OPORTUNIDADES ( Opportunities)

- Descapitalização dos proprietários;
- Ausência de concorrência directa no negócio.
- Proprietários sob risco de perderem o seu património;
- Penalizações fiscais aos proprietários de imóveis devolutos;
- Mercado com carências ao nível do arrendamento;
- Revisão da legislação em matéria de incentivos à RU;
- Possibilidade de expansão para outras grandes cidades;
- Dificuldades no crédito à habitação pela população em geral;
- Utilização dos mecanismos de comparticipação à reabilitação;
- Estabelecimento de parcerias com CML, na (Re)Habilitação da cidade;

---

### PONTOS FRACOS (Weaknesses)

- Grandes necessidades de capitais;
- Credibilidade empresarial ainda não conquistada.

---

### AMEAÇAS (Threats)

- Conjuntura económica deprimida;
- Demora nos processos de licenciamento (estão contudo previstos mecanismos mais céleres);
- Risco do Produto com possíveis desvios na produção;
- Mudanças não previstas nas políticas fiscais;
- Possibilidade de eventuais atrasos nos arrendamentos;
- Áreas limitadas de intervenção.

---

## PRESSUPOSTOS DO PROJECTO

O investimento imobiliário é detentor de uma complexidade de conceitos que deveremos observar numa análise do investimento.

Os parâmetros de valorização ligados aos atributos dos imóveis dependem da localização, idade, arquitectura, qualidade da construção, estado de conservação, entre outros.

Numa perspectiva financeira existem variáveis que consideram o custo do dinheiro, a reduzida liquidez, os custos de transacção, as taxas de rendibilidade, os valores envolvidos normalmente elevados, e ainda, conceitos ligados ao risco, como a gestão, o risco político, o risco fiscal, entre outros.

Todas estas características implicam modelos de estudo personalizados que devem incidir sobre cada imóvel, embora se possam equacionar e definir de forma genérica num plano de negócios.

## AVALIAÇÃO DE IMÓVEIS

Mesmo tratando-se de um modelo de negócios que não envolve valores com a aquisição de edifícios, a avaliação de imóveis é determinante para se equacionar os valores envolvidos no negócio, estabelecendo parâmetros que permitam definir variáveis e identificar o risco, minimizando o seu impacto negativo nos resultados e contribuindo para uma escolha criteriosa dos investimentos.

São várias as variáveis envolvidas numa avaliação, bem como os métodos usados na determinação dos potenciais valores em causa.

Um dos métodos usados para estimar o valor dos imóveis devolutos é o método misto, que envolve o método comparativo e o método dos custos, este último considerando os custos de depreciação e os custos de beneficiação, resultando na seguinte fórmula geral:

$$PVT = VM_{in} - D - B + E_{ai}$$

PVT = Presumível Valor da Transação

$VM_{in}$  = Valor de Mercado do imóvel novo

D = Depreciação

B = Obras de Beneficiação ou custos de substituição

$E_{ai}$  = Eventual Apreciação Imóvel

Para a determinação dos valores, procedeu-se à separação dos componentes do imóvel, dado pelo seguinte quadro:

Quadro 5 – Separação dos componentes do imóvel

SEPARAÇÃO DOS COMPONENTES DO IMÓVEL	Intervenção ligeira	Intervenção Média	Intervenção profunda
(a) Valores de Depreciação   60 anos	49,3%	57,4%	75,3%
(b) Valor do Mercado do imóvel novo (*)		3.466.750 €	
(c) Valor do terreno estimado (b * 25%)		866.688 €	
(d) Valor total da Construção (b - c)		2.600.063 €	
(e) Percentagem de intervenção estimada	17%	45%	95%
(f) <b>Parte com Intervenção (d * e)</b>	<b>442.011 €</b>	<b>1.170.028 €</b>	<b>2.470.059 €</b>
(g) Parte sem intervenção (d - f)	2.158.052 €	1.430.034 €	130.003 €

(\*) 1.225 m<sup>2</sup> \* 2.830 €/m<sup>2</sup>

Para o cálculo dos valores do imóvel novo, baseamo-nos nos valores apurados por estimativa e representados no gráfico do estudo realizado pela CBRE (2010), que indicam um valor aproximado de 2.830 €/m<sup>2</sup>, para a nossa zona de intervenção. Este valor é multiplicado pela área bruta do imóvel resumida no quadro 14.

Para a determinação do coeficiente de depreciação, utilizamos a escala de Ross-Heidecke, que define oito níveis de conservação e tem em consideração a idade dos imóveis. No presente estudo, considerou-se que os imóveis a intervir possam ter cerca de 60 anos e, na escala de depreciação, utilizaram-se os dados relativos aos reparos regulares, simples e importantes. Para o seu cálculo, foi necessário distinguir o valor do terreno, estimado em 25%<sup>6</sup>, do valor da construção. Importa esclarecer que a depreciação incide apenas sobre os elementos físicos que se encontrem com obsolescência funcional e estrutural.

Os custos de construção sobre os quais irão incidir os coeficientes de depreciação são calculados com base no Valor de Mercado do imóvel novo, subtraído do valor do terreno estimado.

As obras de beneficiação correspondem aos custos envolvidos na reabilitação e podem variar de acordo com os custos de substituição ou reprodução, estritamente ligados às técnicas e materiais mais adequados - tradicionais ou recentes, conforme um ou outro caso.

<sup>6</sup> O terreno poderá eventualmente ser superior, dependendo da sua localização e de outras características.

Foi desprezada a variável correspondente à eventual apreciação do imóvel, que a existir diria respeito ao valor atribuído a factores de valorização dos imóveis, normalmente relacionados com o valor do edifício, considerado como peça de arte.

O quadro 6 apresenta os valores envolvidos na avaliação do imóvel, antes de qualquer intervenção.

Quadro 6 – Avaliação do imóvel antes da intervenção

<b>AVALIAÇÃO DO IMÓVEL ANTES DA INTERVENÇÃO</b>	Intervenção ligeira	Intervenção Média	Intervenção profunda
(c) Valor do terreno	866.688 €	866.688 €	<b>866.688 €</b>
(h) Construção com depreciação total [ $d * (1 - a)$ ]	1.318.232 €	1.107.627 €	642.215 €
(i) Valores previstos na reabilitação	189.432 €	589.473 €	1.238.190 €
<b>(j) Avaliação Imóvel hoje (c + h - i)</b>	<b>1.995.487 €</b>	<b>1.384.841 €</b>	<b>866.688 €</b>

Na reavaliação dos imóveis após reabilitação, separou-se a parte intervencionada da não intervencionada, já que a primeira não terá qualquer depreciação depois de concluída a obra.

Foi considerado, também, a valorização do terreno e a desvalorização da construção, de acordo com o seguinte quadro:

Quadro 7 – Avaliação após Reabilitação

<b>AVALIAÇÃO APÓS REABILITAÇÃO</b>	Intervenção ligeira	Intervenção Média	Intervenção profunda
(l) Taxa anual de Valorização do Terreno	3%	3%	3%
(m) Depreciação da Construção média anual	1%	1%	1%
<b>(n) Período de recuperação do imóvel</b>	<b>1 anos</b>	<b>2 anos</b>	<b>2 anos</b>
(o) Valor do Terreno ( $c * (1 + l)^n$ )	892.688 €	919.469 €	919.469 €
(p) Construção sem intervenção ( $g * (1 - m)^n$ )	2.136.471 €	1.401.577 €	127.416 €
(f) Construção após intervenção	442.011 €	1.170.028 €	2.470.059 €
<b>(q) Valor do Imóvel após reabilitação (o + p + f)</b>	<b>3.471.170 €</b>	<b>3.491.074 €</b>	<b>3.516.944 €</b>

Foi utilizado o mesmo critério de avaliação, no final do período de exploração, cujos resultados são os seguintes:

Quadro 8 – Avaliação após período de exploração

<b>AVALIAÇÃO APÓS EXPLORAÇÃO</b>	Intervenção ligeira	Intervenção Média	Intervenção profunda
(l) Taxa anual de Valorização do Terreno	3%	3%	3%
(m) Depreciação da Construção média anual	1%	1%	1%
<b>(r) Período de exploração do imóvel</b>	<b>6 anos</b>	<b>15 anos</b>	<b>33 anos</b>
(s) Valor do Terreno ( $c * (1 + l)^r$ )	1.034.870 €	1.350.271 €	2.298.746 €
(t) Construção sem intervenção ( $g * (1 - m)^r$ )	2.031.763 €	1.229.913 €	93.307 €
(u) Construção após intervenção ( $f * (1 + m)^r (r - n)$ )	420.348 €	1.026.724 €	1.808.833 €
<b>(v) Valor do Imóvel após exploração (s + t + u)</b>	<b>3.486.981 €</b>	<b>3.606.908 €</b>	<b>4.200.886 €</b>

## NECESSIDADES DE REABILITAÇÃO

A previsão e classificação das necessidades de reabilitação são fundamentais para darmos corpo a um projecto de investimento imobiliário desta natureza, com valores de intervenção que podem ser muito díspares em cada edifício, por dependerem directamente do estado de conservação e da obsolescência física dos elementos que o constituem.

Conscientes que cada caso é único e como tal deverá ser tratado de forma independente e personalizada, tornou-se fundamental estabelecer alguns princípios genéricos que pudessem contribuir para a parametrização dos valores envolvidos na Reabilitação, e assim ser possível determinar as necessidades de reabilitação.

Como referimos, baseamos a nossa estimativa no estudo efectuado por Mayer (2008), com a classificação das intervenções em três níveis: ligeiras, médias e profundas.

Os resultados expressos no quadro 9 apresentam valores para os diversos tipos de actividades construtivas, como coberturas, fachadas, caixa de escadas, interiores e instalações.

De referir, a possibilidade de se poder trabalhar com mais detalhe, os valores respeitantes aos interiores, mas porque se trata de edifícios com características tão diferentes entre si, os resultados finais estão sujeitos a um maior desvio nos valores finais de intervenção, motivo pelo qual optamos por usar a variável correspondente ao valor total médio dos interiores.

Quadro 9 – Necessidades na Reabilitação

NECESSIDADES NA REABILITAÇÃO						
ACTIVIDADE	Intervenção ligeira		Intervenção Média		Intervenção Profunda	
	V.Médio	Dispersão	V.Médio	Dispersão	V.Médio	Dispersão
Cobertura	17.695 €	908 €	48.790 €	2.845 €	111.058 €	7.238 €
Fachadas e Empenas / Reforço	2.588 €	347 €	10.994 €	1.330 €	19.527 €	3.110 €
Fachada Tardoz / Reforço	2.588 €	347 €	10.994 €	1.330 €	179.661 €	10.206 €
Revestimentos Caixa escadas	5.466 €	654 €	7.250 €	1.130 €	12.999 €	1.179 €
Média de interiores	121.893 €	9.152 €	421.184 €	47.258 €	635.854 €	73.706 €
Águas e Esgotos					28.629 €	2.330 €
Electricidade					53.012 €	1.015 €
Gás					13.050 €	710 €
<b>Sub Totais</b>	<b>150.229 €</b>	11.408 €	<b>499.213 €</b>	53.893 €	<b>1.053.790 €</b>	99.494 €

## DETERMINAÇÃO DAS RENDAS

Para a determinação do valor das rendas, poder-se-iam usar vários métodos que se baseiam em *yields* de mercado. Contudo, e porque tivemos acesso aos dados gentilmente fornecidos pela Confidencial Imobiliário, resolvemos adoptar o método comparativo que reflecte o valor próximo do mercado.

Tais dados indicam-nos que a renda média para fogos habitacionais no concelho de Lisboa em 2010 era de 11,10 €/m<sup>2</sup>, cujos extremos variam de acordo com as condições oferecidas pelo imóvel, nomeadamente em relação à localização, tipologia, design, equipamentos, estacionamentos e outros.

Assim sendo, e por questões relacionadas com o risco da nossa operação, preferimos balizar os valores das nossas rendas, procedendo a um ajustamento consoante o nível da nossa intervenção, de acordo com as condições descritas no quadro 10.

Quadro 10 – Condições de Exploração do imóvel

CONDIÇÕES DE EXPLORAÇÃO DO IMÓVEL	Intervenção ligeira	Intervenção Média	Intervenção profunda
Renda base	9,0 €/m2/mês	10,0 €/m2/mês	11,0 €/m2/mês
Área privativa	1160 m2		
Renda anual (área * renda base * 12 meses)	125.280 €	139.200 €	153.120 €
Taxa desocupação do 1º ano de exploração	25%		
Taxa desocupação e incobráveis de 4 em 4 anos	5%		

## CUSTOS DE REABILITAÇÃO

A reabilitação obriga também a um conjunto de serviços e taxas, que incidem necessariamente sobre os valores previstos para a obra, conforme indicado no quadro 11.

Quadro 11 – Condições de Reabilitação

CONDIÇÕES NA REABILITAÇÃO	Intervenção ligeira	Intervenção Média	Intervenção profunda
TEMPOS DE REABILITAÇÃO	12 meses	24 meses	24 meses
% de utilização nos primeiros 12 meses	100%	35%	40%
% de utilização nos meses seguintes		65%	60%
PROJECTOS			
% de utilização nos primeiros 12 meses	100%	80%	60%
% de utilização nos meses seguintes		20%	40%
Arquitectura e Especialidades	10%	6%	6%
CUSTOS DE FISCALIZAÇÃO	4%	4%	4%
GESTÃO DE OBRA	10%	10%	10%
LICENCIAMENTOS	0%	2%	2%

Estes contemplam: .

**Projectos** - As percentagens aplicadas aos diferentes tipos de projecto têm também expressões diferentes e destinam-se a fazer face aos custos com o desenvolvimento dos projectos de arquitectura e especialidades. As variáveis consideradas na intervenção ligeira destinam-se a assegurar apenas a realização do projecto de execução.

**Fiscalização** – A fiscalização da obra mantém uma percentagem que incide sobre o valor da intervenção.

**Gestão da Obra** – Os valores indicados destinam-se à remuneração dos serviços prestados pela Sociedade Gestora, em contrapartida dos serviços prestados com a gestão e desenvolvimento da obra.

**Licenciamentos e taxas camarárias** - Algumas intervenções previstas no RJUE encontram-se isentas de controlo administrativo e, por conseguinte, isentas de licenciamento. Como as nossas operações de negócio ao nível de uma intervenção ligeira estão dentro deste quadro legislativo, não foi previsto qualquer valor para esse fim.

## TEMPOS DE EXECUÇÃO

O planeamento e controlo dos tempos de execução são proporcionais aos níveis de intervenção na reabilitação.

Por questões que se prendem com a simplificação na apresentação dos resultados, considerou-se na projecção financeira períodos anuais completos, com intervenções de 12 e 24 meses. Contudo, os prazos reais previstos são os seguintes:

Quadro 12 – Prazos de intervenção nas Reabilitações

PRAZOS DE INTERVENÇÃO INICIAL	Intervenção ligeira	Intervenção Média	Intervenção profunda
Montagem da Operação	5 meses	7 meses	7 meses
Execução da Obra	6 meses	10 meses	16 meses
Período para a ocupação	1 mes	1 mes	1 mes
	<b>12 meses</b>	<b>18 meses</b>	<b>24 meses</b>

## CONDIÇÕES DE EXPLORAÇÃO

Neste capítulo, apresentam-se os princípios estabelecidos com as condições de exploração previstas no desenvolvimento do projecto, constantes no quadro 13 e descritos a seguir.

Quadro 13 – Despesas Operacionais na Exploração

DESPESAS OPERACIONAIS	Intervenção ligeira	Intervenção Média	Intervenção profunda
Emolumentos e registos	3.148 €		
Seguros	600 €		
Avaliações	400 €		
Comissões arrendamento	1 mês de aluguer		
Conservação Esgotos	0,03%		
ROC'S	13.200 €		
Taxa Supervisão	1.200 €		
Nº de negócios em carteira	15		
Comissão Entidade Depositária	1,0%		
<b>DESPESAS SOBRE RENDAS</b>			
Despesas de manutenção e conservação	2,5%		
Comissão da Sociedade Gestora	11,0%	9,0%	8,0%
Margem para Benfeitorias	4%		

**Tipo de Edifício** - No cálculo dos valores envolvidos em cada projecto, foi considerado um edifício tipo característico daquela zona da cidade (pombalino), definindo como premissas as áreas e as seguintes características:

Quadro 14 – Quadro sinóptico d edifício tipo pombalino

Quadro Sinóptico	
Área de Implantação:	250 m2
Nº pisos (incluí mansarda):	5
Área comum:	65 m2
Área Bruta:	1.225 m2
Área Privativa:	1.160 m2
Altura do Imóvel:	13 m
Largura do imóvel:	15 m
Profundidade do imóvel:	16,6 m
Caixa de Escadas:	45 m2

**Rendas, desocupação e incobráveis** – Foram consideradas taxas de desocupação de 25% no primeiro ano de arrendamento, e ocupação total no ano seguinte. Considerou-se também, que a cada período de 4 anos, possa ocorrer uma desocupação, pelo que se considerou para o efeito, uma taxa de 5%, que se traduz em 6 meses. A previsão contempla ainda as comissões devidas pela reocupação dos fogos.

**Taxas Municipais** - As taxas municipais relativas ao IML e à conservação dos esgotos incidem sobre o valor patrimonial previsto. Este valor foi determinado com base nos valores de avaliação do imóvel reabilitado.

**Despesas de Manutenção e Limpeza** - As despesas de manutenção e limpeza das partes comuns destinam-se a manter o imóvel em perfeitas condições de arrendamento. Os valores determinados incidem sobre a renda base.

**Comissão de Gestão** - As comissões de gestão são as relativas à remuneração dos serviços prestados pela sociedade gestora, incidindo numa percentagem sobre os resultados dos arrendamentos. Na sua determinação, foram seguidas as taxas máximas

recomendadas pela literatura (Neves, Montezuma e Laia, 2009, 154). Também as comissões variam de acordo com o nível de intervenção, procurando um modelo mais justo e equilibrado no período de exploração.

**Comissões da Entidade Depositária** - As comissões da entidade depositária são devidas pela guarda e depósito dos valores destinados ao fundo e aplicáveis apenas nestes modelos de negócio.

**Revisores Oficiais de Contas (Roc's)** – Os custos definidos são devidos pela prestação de serviços realizada pelos Revisores Oficiais de Contas, aqui imputados aos fundos. Contudo, as suas despesas são fixas e não proporcionais ao valor do fundo, pelo que os valores foram considerados na parte correspondente a 20 empreendimentos imobiliários.

**Taxas de Supervisão** - Os valores imputados a cada projecto e devidos à CMVM pela supervisão, têm os mesmos princípios de cálculo e imputação aos utilizados no cálculo dos Roc's.

**Investimentos de Substituição e Manutenção** – Estes investimentos são efectuados em vários momentos. O primeiro momento relaciona-se com a reabilitação inicial e os momentos seguintes com a manutenção do edifício, previstos a cada 8 anos de exploração. Esta manutenção cumpre o disposto no RGEU, ao mesmo tempo que restitui ao edifício condições funcionais e físicas, de forma a garantir as melhores condições de exploração (cf. quadro 15).

Quadro 15 – Investimentos em Manutenção

INVESTIMENTOS EM MANUTENÇÃO	Intervenção ligeira	Intervenção Média	Intervenção profunda
<b>BENFEITORIAS de 8 em 8 anos (incidem s/renda base e actualizada)</b>			
Benfeitorias ao fim de 10 anos		10%	5%
Benfeitorias ao fim de 18 anos			10%
Benfeitorias ao fim de 26 anos			15%

Os investimentos em manutenção, serão determinantes para o cálculo do período de exploração, que deverá ser sempre superior ao período de recuperação do investimento (PR<sub>I</sub>) e inferior a um determinado ciclo de 8 anos, que obrigaria a nova intervenção em manutenção. O seu cálculo foi baseado de forma empírica, mas na perspectiva de compensar o risco e de trazer retorno aos investidores.

## IMPOSTOS

Foram observadas as diferenças no tratamento fiscal entre os dois modelos jurídicos previstos, que, independentemente das taxas, merecem-nos os seguintes comentários:

- ▶ Na aplicação dos impostos sobre o rendimento, foram observadas as regras constantes no código de IRC, com as alterações introduzidas pelo Orçamento do Estado para 2010, que define os critérios relativos aos prejuízos fiscais, que só podem ser reportados em 4 exercícios. A sua aplicabilidade depende de certificação das contas pelos Roc's.
- ▶ No nosso estudo, não são aplicadas taxas respeitantes ao IMT, uma vez que a propriedade é assegurada pela cedência dos direitos de superfície.
- ▶ No caso das sociedades comerciais, o IMI é considerado por um período de 10 anos, 5 a contar da conclusão da operação de reabilitação e outros 5 devidos pela renovação adicional do período de isenção previsto no n.º 6 do art.º 71.º do EBF. No caso dos fundos, considerou-se isenção total do IMI, ao abrigo do art.º 46.º do EBF.
- ▶ Na aplicação das taxas, foram considerados os incentivos fiscais previstos pelo regime extraordinário de apoio à reabilitação, introduzidos pelo orçamento do estado de 2008 e transcritos para o art.º 71º do EBF. Contudo, este artigo merece-nos os seguintes comentários:



1º) Existem algumas dúvidas quanto à extensão da isenção de IRC, constantes no número 1 do referido art.º 71.º, que alguns actores interpretam sob o ponto de vista dos rendimentos e outros sob o ponto de vista dos fundos.

2º) A nossa interpretação vai no sentido dos fundos. Se compararmos o regime fiscal dedicado à reabilitação com o regime fiscal dos fundos dedicados ao imobiliário em geral, verificamos que as vantagens introduzidas nas rendas têm parte da sua contrapartida nas taxas a aplicar sobre as unidades de participação, isentas deste imposto em situações normais. De outra forma não faria sentido serem designados como “incentivos à reabilitação urbana”.

3º) No sentido de confirmarmos esta interpretação, foi solicitado um esclarecimento às finanças, cuja resposta terá carácter vinculativo, mas apenas chegará em prazo posterior à entrega do presente trabalho.

Nesse sentido, realizaram-se duas análises ao investimento dos fundos, uma na perspectiva do fundo de reabilitação urbana constituído até 2012 e outra em condições normais de funcionamento de um fundo dedicado ao imobiliário em geral.

Genericamente, o enquadramento fiscal dos FII tradicionais e sem a exclusividade de reabilitação urbana, encontram-se regulados pelo art.º 22.º do EBF.

O resumo dos impostos devidos por cada modelo adoptado é o seguinte:

Quadro 16 – Resumo de impostos

IMPOSTOS	FII	FIIRU	Soc. Comercial
<b>SOBRE ENTIDADES JURÍDICAS</b>			
Rendimentos Prediais	20,0%	isenção	25,0%
Derrama	isenção	isenção	1,5%
Mais Valias imóveis	12,5%	isenção	26,5%
IMT	isenção	isenção	variável
IMI	isenção	isenção	isenção 5+5 anos
<b>SOBRE PARTICIPANTES OU ACCIONISTAS</b>			
Taxa Liberatória	não se aplica	não se aplica	21,5%
IRS s/UP's	isenção	10,0%	não se aplica
IRC s/UP's	isenção	10,0%	não se aplica

## INFORMAÇÃO FINANCEIRA

Para a elaboração dos cálculos financeiros, foram realizados estudos que se baseiam na aplicação das três entidades jurídicas consideradas, tendo como base os três níveis de intervenção na reabilitação, num total de nove casos de estudo.

Os cálculos são apresentados na secção 2 dos Anexos.

## PLANO DE EXPLORAÇÃO E CUSTOS DA SOCIEDADE

O plano de exploração permite-nos conhecer o processo produtivo da Sociedade Gestora, independentemente da personalidade jurídica adoptada, relacionando os rendimentos e os gastos envolvidos em todas as operações.

Assim, e para que seja possível a existência de uma Sociedade Gestora, importa calcular os gastos necessários à sua actividade, expressos pelo quadro 1.1 dos Anexos. Os pressupostos utilizados baseiam-se num crescimento progressivo nos seus primeiros dois anos de actividade, prevendo-se que, a partir desse período inicial, consiga obter os rendimentos necessários para exercer a sua função em condições normais, procurando sempre um crescimento contínuo.

Os valores considerados para os Custos de Pessoal e para o Fornecimento e Serviços Externos prevêem que a empresa tenha que ter em carteira, no 1º ano (2012), 15,4 projectos classificados como intervenções ligeiras, aumentando para 18,6 no ano seguinte e para 19,5 a partir do terceiro ano de actividade, altura em conquistará alguma estabilidade financeira.

Caso os projectos em carteira sejam de intervenção superior, o número de investimentos necessários para a manutenção da actividade será inferior, conforme o seguinte quadro:

Quadro 17 – Nº de investimentos necessários para a sustentabilidade da empresa

Nº de Investimentos Necessários	nº de edifícios por anos			
	2012	2013	2014	2015
Casos do Tipo 1 (Ligeira)	15,4	18,6	19,5	19,4
Casos do Tipo 2 (Intermédia)	16,9	20,4	21,5	21,4
Casos do Tipo 3 (Profunda)	17,3	20,9	21,9	21,8

## PLANO DE INVESTIMENTOS

O mercado imobiliário é um dos produtos que requer um grande esforço de investimento, proporcionando retornos financeiros provenientes das receitas originadas pelas rendas ou pela valorização dos imóveis.

O investimento em reabilitação dependerá em grande parte do estado de degradação ou obsolescência dos edifícios. As intervenções podem por vezes ultrapassar o investimento em imobiliário novo, devido a níveis de trabalhos que requerem muita técnica e mão-de-obra, e custos associados com a demolição e reposição da obra.

O investimento inicial contempla a execução de projectos, taxas camarárias, fiscalização, gestão, execução da obra, bem como outros pequenos custos necessários no período de reabilitação e antes de se conseguir obter qualquer retorno.

Os valores relacionados com o investimento directo em obra encontram-se descritos no quadro 19 e serão complementados com outras pequenas despesas previstas nos *Cash Flow*.

Quadro 18 – Investimentos em Reabilitação

INVESTIMENTOS	TOTAIS	em Euros		
		0	1	2
<b>INTERVENÇÃO LIGEIRA</b>				
Emolumentos e Registos	3.148	3.148		
Obra de Reabilitação	150.229		150.229	
Projectos	15.023		15.023	
Licenciamentos	0		0	
Fiscalização	6.009		6.009	
Gestão de Obra	15.023		15.023	
<b>TOTAL</b>	<b>189.432</b>	<b>3.148</b>	<b>186.284</b>	<b>0</b>
<b>INTERVENÇÃO MÉDIA</b>				
Emolumentos e Registos	3.148	3.148		
Obra de Reabilitação	499.213		174.724	324.488
Projectos	29.953		23.962	5.991
Licenciamentos	9.984		9.984	
Fiscalização	19.969		6.989	12.980
Gestão de Obra	27.207		6.115	21.092
<b>TOTAL</b>	<b>589.473</b>	<b>3.148</b>	<b>221.775</b>	<b>364.550</b>
<b>INTERVENÇÃO PROFUNDA</b>				
Emolumentos e Registos	3.148	3.148		
Obra de Reabilitação	1.053.790		421.516	632.274
Projectos	63.227		37.936	25.291
Licenciamentos	21.076		21.076	
Fiscalização	42.152		16.861	25.291
Gestão de Obra	54.797		16.861	37.936
<b>TOTAL</b>	<b>1.238.190</b>	<b>3.148</b>	<b>514.250</b>	<b>720.792</b>

## PLANO DE FINANCIAMENTOS

O plano de financiamentos incorpora os recursos necessários para a concretização do negócio, determinado pelo somatório entre as necessidades de capitais próprios e alheios.

O plano aqui referido é baseado em duas perspectivas: o financiamento através de um fundo e o financiamento através de uma sociedade comercial.

Quadro 19 – Financiamentos por entidade jurídica

<i>em Euros</i>				
<b>FINANCIAMENTOS</b>	<b>TOTAIS</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>INTERVENÇÃO LIGEIRA</b>				
Fundos de Investimento Imobiliários	189.432	3.148	186.284	0
SOC. COMERCIAL (loan to value 90%)	135.206		135.206	0
<b>INTERVENÇÃO MÉDIA</b>				
Fundos de Investimento Imobiliários	589.473	3.148	221.775	364.550
SOC. COMERCIAL (loan to value 90%)	449.291		157.252	292.039
<b>INTERVENÇÃO PROFUNDA</b>				
Fundos de Investimento Imobiliários	1.238.190	3.148	514.250	720.792
SOC. COMERCIAL (loan to value 90%)	948.411		379.364	569.047

Os fundos obterão a totalidade das suas necessidades por meio da participação dos investidores.

A sociedade comercial obterá parte dos seus financiamentos com recurso a um empréstimo bancário. As condições do empréstimo são determinantes para o sucesso da operação, cujas principais preocupações recaem sobre o *loan to value*<sup>7</sup> e sobre o prazo para amortização da dívida.

Quadro 20 – Condições do Serviço da Dívida

<b>CONDIÇÕES DO SERVIÇO DÍVIDA</b>	<b>Intervenção ligeira</b>	<b>Intervenção Média</b>	<b>Intervenção profunda</b>
Dívida	135.206	449.291	948.411
Taxa anual incluindo spread	5%	5%	5%
Nº Anos Total do Empréstimo	6 anos	8 anos	10 anos
Período de Carência de Capital	1 anos	2 anos	2 anos
Comissões de Abertura	1,0%	1,0%	1,0%
Prestação	31.229 €	88.518 €	146.740 €

Os cálculos do financiamento, são apresentados no quadro 21.

<sup>7</sup> Rácio entre hipoteca e avaliação do imóvel.

Quadro 21 – Cálculo do Serviço da Dívida

SERVIÇO DA DÍVIDA					
Anos	Dívida inicial	Juros	R. Capital	Prest SD	Dívida Final
<i>em Euros</i>					
INTERVENÇÃO LIGEIRA					
<b>totais</b>		<b>24.996</b>	<b>135.206</b>	<b>160.202</b>	
1	135.206	4.056	0	4.056	135.206
2	135.206	6.760	24.469	31.229	110.737
3	110.737	5.537	25.692	31.229	85.045
4	85.045	4.252	26.977	31.229	58.068
5	58.068	2.903	28.326	31.229	29.742
6	29.742	1.487	29.742	31.229	0
INTERVENÇÃO MÉDIA					
<b>totais</b>		<b>109.000</b>	<b>449.291</b>	<b>558.292</b>	
1	157.252	4.718	0	4.718	157.252
2	449.291	22.465	0	22.465	449.291
3	449.291	22.465	66.054	88.518	383.238
4	383.238	19.162	69.356	88.518	313.881
5	313.881	15.694	72.824	88.518	241.057
6	241.057	12.053	76.465	88.518	164.592
7	164.592	8.230	80.289	88.518	84.303
8	84.303	4.215	84.303	88.518	0
INTERVENÇÃO PROFUNDA					
<b>totais</b>		<b>284.309</b>	<b>948.411</b>	<b>1.232.721</b>	
1	379.364	11.381	0	11.381	379.364
2	948.411	47.421	0	47.421	948.411
3	948.411	47.421	99.319	146.740	849.092
4	849.092	42.455	104.285	146.740	744.806
5	744.806	37.240	109.500	146.740	635.307
6	635.307	31.765	114.975	146.740	520.332
7	520.332	26.017	120.723	146.740	399.609
8	399.609	19.980	126.759	146.740	272.850
9	272.850	13.642	133.097	146.740	139.752
10	139.752	6.988	139.752	146.740	0

Nota: Os dados a rosa referem-se aos períodos de carência de capital

## PLANO DE TESOURARIA

Dadas as diferentes características dos modelos adoptados, resolveu-se proceder à realização dos planos de tesouraria que, embora pouco comuns numa análise de investimento imobiliário, nos permitem perceber as necessidades de fundo de maneio (NFM), necessárias para fazer face ao investimento.

As NFM, consideradas no Anexo 3 como capitais iniciais, representam as necessidades de investimento suplementares de capitais, e são determinadas pela diferença entre as origens de fundos e a aplicação de fundos.

O caso da sociedade comercial, é aquele que apresenta grandes níveis de preocupação, por estes necessitarem de quantias significativas de capitais próprios, uma vez que, os capitais alheios são insuficientes para fazer face aos investimentos iniciais.

---

## FLUXOS DE CAIXA

A análise de investimentos foi efectuada pela determinação previsional dos Fluxos de Caixa, com recurso ao método directo que contempla o efeito da inflação, neste caso estimada em 2%.

Na sua projecção, são desprezados os momentos diferentes de ocorrência dos fluxos, isto é, não se prevê que as projecções entre rendimentos e gastos ou entre pagamentos e recebimentos ocorram em datas diferentes.

Os Fluxos de Caixa são apresentados na secção 2 dos Anexos e na sua projecção foram considerados os três níveis de custos envolvidos na reabilitação e os três diferentes modelos jurídicos de negócio. Os casos identificados com os nºs 1, 2 ou 3 correspondem aos níveis de intervenção e as letras correnspondem a: A – FII tradicionais; B – FII-RH; C - sociedade comercial.

---

## AVALIAÇÃO DO INVESTIMENTO

Porque se tratam de três modelos diferentes de investimento, a análise e avaliação do investimento é efectuada em dois níveis.

No caso relativo aos fundos, realizamos a avaliação do investimento sobre a perspectiva do VAL. Uma vez que o fundo não recorre a financiamentos bancários, não terá efeitos fiscais sobre os juros, como veremos a seguir.

Na sociedade comercial, a avaliação é feita pelo método do VALA, que contempla o VAL (comum aos dois tipos de investimento) e o valor actualizado (VA) que usa o custo da dívida ( $Kd$ ) para a actualização do efeito fiscal relativo aos juros.

Na determinação do VAL, utilizou-se a taxa do capital económico ( $Ku$ ), reflectindo a taxa de rendibilidade exigida pelos investidores e considerada como a indicada para a determinação posterior do VALA (Neves, Montezuma e Laia, 2009, 205).

A determinação do custo do capital económico é normalmente baseada numa versão adaptada do CAPM, normalmente mais conhecida e utilizada no mercado financeiro, por esta introduzir o risco específico e o risco de mercado. Nesta conformidade, “o CAPM representa a relação entre o risco de mercado e a rendibilidade exigida pelos accionistas<sup>8</sup>, para os investimentos que pretendem analisar” (Neves, Montezuma e Laia, 2009, 84).

Para a determinação do  $Ku$ , são consideradas as variáveis relacionadas com a taxa de juro sem risco, o beta do investimento e o prémio de risco de mercado.

Na taxa de juro sem risco, foi usada a taxa média prevista para 2011 nas *Bunds 10 y* alemãs, próxima dos 3.2%<sup>9</sup>.

Pela dificuldade de se obterem os prémios de risco do mercado imobiliário Português, normalmente calculadas com recurso à estatística, optou-se por estimar o prémio de risco em 6%, dentro dos limites recomendados pela literatura (Neves, Montezuma e Laia, 2009, 78).

Como o prémio de risco estimado tem a especificidade de pertencer ao mercado imobiliário, o beta relativo ao prémio de risco, deixa de ser considerado na determinação do custo de capital.

Quadro 22 – Aplicação do método CAPM

APLICAÇÃO DO MÉTODO CAPM		
(A)	Taxa de juro sem risco <i>Bound 10y</i> Alemãs	3,20 %
(B)	Prémio de risco do mercado	6,00 %
(C)	<b><math>Ku = A + B</math></b>	<b>9,20%</b>

<sup>8</sup> O equivalente aos participantes no caso dos fundos.

<sup>9</sup> fonte: Reuters 9 de Maio de 2011.

---

## VAL

O VAL é considerado pelos economistas como o melhor critério de decisão de um investimento, porque tem em consideração o valor temporal do dinheiro, não se encontra sujeito a manipulações contabilísticas, considera a inclusão do risco associado ao investimento na actualização do custo de capital e, por fim, é fácil de usar na determinação do valor resultante em mais que um investimento (Neves, Montezuma e Laia, 2009, 174-175).

---

## VALA

O método do VALA “é a única técnica que separa o efeito das decisões de investimento das de financiamento, o que é um princípio fundamental em Finanças” (Neves, 2002) . Para além desta vantagem, esta técnica não é afectada por alterações na estrutura de endividamento, como acontece com as outras técnicas, o que é frequente em projectos de investimento imobiliário” (Neves, Montezuma e Laia, 2009, 205).

---

## DISTRIBUIÇÃO DE RESULTADOS

A distribuição de resultados pelos participantes/accionistas, considera o desconto dos impostos às taxas correspondentes e constantes no quadro 16.

Para uma melhor análise ao investimento a considerar na distribuição de resultados, actualizamos o VAL e a TIR à taxa de  $K_u$  e à taxa do custo do capital próprio ( $K_e$ ), consoante se trate de fundos de investimento, ou sociedade comercial.

Nos fundos tradicionais não há lugar a qualquer actualização de capitais, por se encontrar isento de impostos. Nos fundos dedicados à Reabilitação Urbana, a taxa considerada é de 9,2% ( $K_u$ ).

Relativamente à distribuição de resultados pela sociedade comercial, a taxa de actualização ( $K_e$ ) é baseada na fórmula de M&M<sup>10</sup>, que considera a dívida em cada período, conforme os dados apresentados nos quadros 23 e 24.

---

## CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

O custo do capital próprio “representa a rendibilidade exigida pelos accionistas de modo a compensar ambos os tipos de risco de investimento – o risco de negócio e o risco financeiro” (Neves, Montezuma e Laia, 2009, 104).

Quadro 23 - Resumo de dados para cálculo

DADOS	Intervenção ligeira	Intervenção Média	Intervenção profunda
(a) Valor Total do Investimento	189.432	589.473	1.238.190
(b) $K_u$ - Custo do capital económico		9,20%	
(c) $K_d$ - Custo capital alheio		5,00%	
(d) Imposto sobre empresa		26,50%	

---

<sup>10</sup> Modigliani e Miller

Quadro 24 - Custo do Capital Próprio da Empresa Endividada

INTERVENÇÃO LIGEIRA						
Custo do Capital Próprio	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
(e) Capital Alheio em Dívida	135.206	135.206	110.737	85.045	58.068	29.742
(f) Capital Próprio (f = a - e)	54.226	54.226	78.695	104.387	131.364	159.690
(g) $Ke = b + (b - c) * e / f * (1 - d)$	16,90%	16,90%	13,54%	11,71%	10,56%	9,77%

INTERVENÇÃO INTERMÉDIA								
Custo do Capital Próprio	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8
(e) Capital Alheio em Dívida	157.252	449.291	449.291	383.238	313.881	241.057	164.592	84.303
(f) Capital Próprio (f = a - e)	432.221	140.182	140.182	206.236	275.592	348.416	424.881	505.170
(g) $Ke = b + (b - c) * e / f * (1 - d)$	10,32%	19,09%	19,09%	14,94%	12,72%	11,34%	10,40%	9,72%

INTERVENÇÃO PROFUNDA										
Custo do Capital Próprio	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
(e) Capital Alheio em Dívida	379.364	948.411	948.411	849.092	744.806	635.307	520.332	399.609	272.850	139.752
(f) Capital Próprio (f = a - e)	858.826	289.779	289.779	389.098	493.384	602.883	717.858	838.581	965.340	1.098.438
(g) $Ke = b + (b - c) * e / f * (1 - d)$	10,56%	19,30%	19,30%	15,94%	13,86%	12,45%	11,44%	10,67%	10,07%	9,59%

## ANÁLISE DE RESULTADOS

Os resultados expressos nos quadros 25 a 27 merecem-nos os seguintes comentários:

- Os rendimentos operacionais (Rol ai) dos modelos pertencentes às sociedades comerciais apresentam melhores resultados que os modelos dos fundos, uma vez que não têm como gastos valores devidos pelas comissões das entidades depositárias, taxas de supervisão, custos suplementares com Roc's e as duas avaliações imobiliárias anuais obrigatórias no caso dos fundos.
- Como seria de esperar e depois de calculados os impostos, verifica-se que os dois tipos de fundos apresentam melhores resultados (FCTI di), fruto dos benefícios fiscais consagrados a estas entidades jurídicas.
- Na comparação entre os dois tipos de fundos, existem vantagens significativas no modelo de reabilitação imobiliária, caso os pressupostos referidos quanto aos impostos, sejam os correctos;
- Nos modelos de reabilitação profunda apenas o caso 3-B apresenta um VAL positivo, confirmado pela TIR que reflecte uma taxa superior ao custo de oportunidade de capital ( $ku=9.20\%$ ). Nos casos 3-A e 3-C já os investimentos não apresentam valor criado para os investidores.
- A sociedade comercial apresenta uma alavancagem nos resultados, fruto do impacto da dívida nos impostos. A alavancagem traduzida pelo VALA, no caso 3-C, não apresenta contudo, vantagem para que o investimento, se torne atractivo.
- A TIR dos capitais próprios do caso 1-A torna o investimento mais atractivo para os investidores, Porém, o mesmo não acontece nos casos 2-C e 3-C, em que o efeito dos juros sobre o capital alheio não apresenta o mesmo resultado significativo, fruto do curto prazo do empréstimo.
- Na análise dos resultados líquidos, que considera a distribuição dos resultados aos participantes, a TIR mantém-se inalterável para os casos do tipo 1 (FII), por se encontrar isenta de imposto.
- Na mesma análise aos casos do tipo 2 (FII-RU) a TIR desce, mas mantém os mesmos pressupostos de investimento, confirmando que será o melhor veículo de investimento para o negócio.
- Nos resultados líquidos do tipo 3 (SC) a TIR dispara significativamente, fruto do efeito fiscal dos juros dedidos pelo empréstimo, em contrapartida do risco provocado pelo endividamento.

Quadro 25 – Resumo de Resultados dos Fundos de Investimento Imobiliários

	FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO		
	CASO 1 A LIGEIRA	CASO 2 A INTERMÉDIA	CASO 3 A PROFUNDA
Valor da Intervenção	189.432 €	589.473 €	1.238.190 €
Período de Reabilitação	1 ano	2 anos	2 anos
Período de Exploração:			
<i>em anos</i>	6 anos	15 anos	33 anos
<i>em meses</i>	72 meses	180 meses	396 meses
PRI actualizado a Ku	43 meses	117 meses	244 meses
<b>RESULTADOS</b>			
ROL ai	492.608 €	1.911.468 €	5.384.684 €
FCTI di	207.635 €	959.339 €	3.160.142 €
VAL à taxa de 9,2%	101.464 €	137.951 €	-41.308 €
TIR	27,47 %	12,85 %	8,84 %
<b>RESULTADOS LÍQUIDOS (*)</b>			
VAL à taxa de 9,2%	101.464 €	137.951 €	-41.308 €
TIR	27,47 %	12,85 %	8,84 %

Quadro 26 – Resumo de Resultados dos FII - Reabilitação Urbana

	FII - REABILITAÇÃO URBANA		
	CASO 1 B LIGEIRA	CASO 2 B INTERMÉDIA	CASO 3 B PROFUNDA
Valor da Intervenção	189.432 €	589.473 €	1.238.190 €
Período de Reabilitação	1 ano	2 anos	2 anos
Período de Exploração:			
<i>em anos</i>	6 anos	15 anos	33 anos
<i>em meses</i>	72 meses	180 meses	396 meses
PRI actualizado a Ku	11 meses	118 meses	244 meses
<b>RESULTADOS</b>			
ROL ai	492.608 €	1.909.148 €	5.382.132 €
FCTI di	303.176 €	1.303.686 €	4.078.322 €
VAL à taxa de 9,2%	167.804 €	280.943 €	166.272 €
TIR	37,86 %	16,18 %	10,58 %
<b>RESULTADOS LÍQUIDOS (*)</b>			
VAL à taxa de 9,2%	133.390 €	200.384 €	40.522 €
TIR	32,58 %	14,33 %	9,54 %



Quadro 27 – Resumo de Resultados da Sociedade Comercial

	SOCIEDADE COMERCIAL		
	CASO 1 C LIGEIRA	CASO 2 C INTERMÉDIA	CASO 3 C PROFUNDA
Valor da Intervenção	189.432 €	589.473 €	1.238.190 €
Período de Reabilitação	1 ano	2 anos	2 anos
Período de Exploração:			
<i>em anos</i>	6 anos	15 anos	33 anos
<i>em meses</i>	72 meses	180 meses	396 meses
PRI actualizado a Ku	42 meses	109 meses	228 meses
Prazo de Empréstimo	6 anos	8 anos	10 anos
<b>RESULTADOS</b>			
ROL ai	508.911 €	1.996.675 €	5.497.619 €
FCTI di	188.567 €	909.299 €	2.943.911 €
FCCP di	170.195 €	829.184 €	2.734.943 €
VAL à taxa de 9,2%	88.516 €	124.388 €	-73.469 €
TIR	25,42 %	12,58 %	8,54 %
<b>ALAVANCAGEM</b>			
VALA	94.256 €	148.247 €	-13.123 €
TIR CP ai	45,20 %	7,56 %	2,28 %
TIR CP di	29,93 %	4,99 %	1,68 %
<b>RESULTADOS LÍQUIDOS (*)</b>			
VAL à taxa Ke (variável)	62.421 €	119.111 €	12.616 €
TIR	42,38 %	14,72 %	8,58 %

(\*) considerando impostos devidos na distribuição aos participantes/accionistas

## ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

A análise de sensibilidade é um método fundamental para a tomada de decisões sobre os investimentos, porque nos permite conhecer a viabilidade da operação com base em variações de pressupostos independentes, mantendo-se as outras constantes.

A nossa análise incide na variação do custo de oportunidade do capital económico sobre o VAL, de acordo com o seguinte quadro:

Quadro 26 – Análise de Sensibilidade

FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO					
<b>CASO 1 A   LIGEIRA</b>		<b>CASO 2 A   INTERMÉDIA</b>		<b>CASO 3 A   PROFUNDA</b>	
<b>VAL</b>	<b>101.464</b>	<b>VAL</b>	<b>137.951</b>	<b>VAL</b>	<b>-41.308</b>
7,00%	121.943	7,00%	256.263	7,00%	264.182
8,00%	112.317	8,00%	198.463	8,00%	108.549
9,20%	101.464	9,20%	137.951	9,20%	-41.308
10,00%	94.626	10,00%	102.292	10,00%	-123.346
11,00%	86.498	11,00%	62.328	11,00%	-209.731
12,00%	78.809	12,00%	26.897	12,00%	-281.359
<b>TIR</b>	<b>27,47%</b>	<b>TIR</b>	<b>12,85%</b>	<b>TIR</b>	<b>8,84%</b>
<b>FII - REABILITAÇÃO URBANA</b>					
<b>CASO 1 B   LIGEIRA</b>		<b>CASO 2 B   INTERMÉDIA</b>		<b>CASO 3 B   PROFUNDA</b>	
<b>VAL</b>	<b>167.804</b>	<b>VAL</b>	<b>280.943</b>	<b>VAL</b>	<b>166.272</b>
7,00%	194.031	7,00%	429.448	7,00%	542.701
8,00%	181.711	8,00%	356.993	8,00%	351.212
9,20%	167.804	9,20%	280.943	9,20%	166.272
10,00%	159.030	10,00%	236.013	10,00%	64.697
11,00%	148.588	11,00%	185.534	11,00%	-42.625
12,00%	138.696	12,00%	140.645	12,00%	-132.002
<b>TIR</b>	<b>37,86%</b>	<b>TIR</b>	<b>16,18%</b>	<b>TIR</b>	<b>10,58%</b>
<b>SOCIEDADE COMERCIAL</b>					
<b>CASO 1 C   LIGEIRA</b>		<b>CASO 2 C   INTERMÉDIA</b>		<b>CASO 3 C   PROFUNDA</b>	
<b>VAL</b>	<b>88.516</b>	<b>VAL</b>	<b>124.388</b>	<b>VAL</b>	<b>-73.469</b>
7,00%	107.796	7,00%	237.728	7,00%	215.186
8,00%	98.732	8,00%	182.374	8,00%	68.167
9,20%	88.516	9,20%	124.388	9,20%	-73.469
10,00%	82.081	10,00%	90.200	10,00%	-151.039
11,00%	74.434	11,00%	51.866	11,00%	-232.747
12,00%	67.201	12,00%	17.863	12,00%	-300.517
<b>TIR</b>	<b>25,42%</b>	<b>TIR</b>	<b>12,58%</b>	<b>TIR</b>	<b>8,54%</b>

- ▶ Como já referido, os casos 3-A e 3-C, não apresentam condições favoráveis ao investimento. Contudo, e caso o custo de oportunidade do capital baixe para 8%, verificamos que o investimento se tornará atractivo para ambos os modelos.
- ▶ Na possibilidade da mesma taxa aumentar para 10%, com excepção dos modelos anteriormente referidos, todos os restantes, mantêm interesse no investimento. A variação positiva de mais uma casa percentual, exclui todos os modelos do tipo 3.
- ▶ Todos os modelos do tipo 1 e 2, continuam a apresentar resultados positivos se a taxa do custo do capital subir até aos 12%.
- ▶ Numa análise sob a perspectiva da TIR, que reflecte a taxa de rentabilidade do investimento e excluindo os casos 3-A e 3-C, verificamos que as maiores preocupações incidem nos casos 2-A e 2-C.
- ▶ Como seria de esperar, os casos destinados aos fundos de reabilitação urbana, são os que apresentam melhores resultados.

## IV - CONCLUSÃO

O plano de negócios desenvolvido no presente TFM cria um mecanismo que permite resolver o impasse provocado pela incapacidade financeira dos proprietários imobiliários, apresentando estudos de viabilidade que nos indiquem o melhor modelo jurídico a adoptar, criando assim condições favoráveis aos investidores.

As alterações conjunturais sentidas nos últimos anos e aquelas que se aproximam com as medidas impostas pela 'troika', incluindo as dificuldades já sentidas na obtenção de crédito habitacional, conduzem a um novo paradigma no modo de deter uma habitação.

Também as medidas políticas que se adivinham em matéria de reabilitação e as emanadas dos planos e programas de requalificação vêm contribuir para o desenhar de um cenário mais positivo para o mercado da reabilitação e do arrendamento.

Por outro lado, as alterações estruturais nas famílias e a mobilidade crescente de trabalhadores e estudantes conduzem a um mercado habitacional mais propício ao arrendamento, com resultados na liquidez e nos orçamentos familiares.

As necessidades cada vez maiores de (re)habilitar e requalificar as cidades conduzem a uma perspectiva positiva no caminho do mercado da reabilitação, reforçada pelas penalizações aos proprietários que não reabilitem o seu património.

As maiores dificuldades previstas para o sucesso deste projecto encontram-se na obtenção de fundos necessários para o investimento no mercado, sendo possível a sua concretização nos três modelos jurídicos estudados, existindo contudo, algumas limitações ao investimento em reabilitação ao nível profundo (casos 3-A e 3-C).

Pela análise aos modelos estudados, aquele que apresenta melhores condições para a implementação do negócio e caso, os pressupostos relacionados com o tratamento fiscal se confirmem, serão os fundos de investimento imobiliários dedicados exclusivamente à reabilitação urbana, ainda que se considere a carga fiscal de 10% que incide sobre os rendimentos aos participantes.

O modelo dos Fundos de Investimento Imobiliários tradicionais, apresenta ser uma alternativa bastante apetecível ao investimento, por não contemplar impostos sobre os rendimentos, na distribuição aos participantes.

A sociedade comercial é, dos três modelos, o menos favorável ao negócio, fruto das condições e taxas fiscais em todas as suas vertentes. Este modelo apresenta ainda dificuldades na obtenção de capitais próprios necessários ao investimento, fruto do curto prazo do empréstimo previsto nestas situações e do *loan to value* normalmente abaixo das necessidades, dificultando assim a actuação de uma empresa neste tipo no mercado. Na distribuição dos resultados aos accionistas este tipo de sociedade apresenta resultados inferiores aos FII-RU, que variam entre 53% a 69%, ficando demonstrado que será sempre o pior caminho, na opção pelo melhor modelo societário.

Também ao nível das intervenções na reabilitação e aquele que tem uma maior necessidade de implementação no edificado existente, enquadra-se no tipo de intervenção intermédia, pelo que considerando os resultados efectuados no presente estudo, verifica-se que existirem condições de negócio em qualquer dos três modelos societários estudados.

Em conclusão, acreditamos que existem actualmente condições para a viabilidade do negócio proposto no âmbito do mercado da reabilitação e, caso venham a ser implantadas as medidas políticas previstas, incluindo a criação de condições para o financiamento em matéria de reabilitação, fica facilitado o caminho para o futuro da operação.

## V - BIBLIOGRAFIA

- Câmara Municipal de Lisboa (2004). *Planeamento - Habitação e mercado imobiliário na Área Metropolitana de Lisboa*. [ed.] CML. Lisboa. Coleção Estudos Urbanos. (coordenação: João Seixas).
- Câmara Municipal de Lisboa (2009a). *Relatório da Primeira Fase: Programa Local de Habitação. 1ª Fase: Conhecer*. [ed.] CML. Lisboa. Vol. I (coordenação: Vereadora Helena Roseta).
- Câmara Municipal de Lisboa (2009b). *(Re)Habitar Lisboa - Avaliação Multicritério da Matriz Estratégica: Programa Local de Habitação. 2ª Fase: Escolher*. [ed.] CML. Lisboa. (coordenação: Vereadora Helena Roseta).
- Câmara Municipal de Lisboa (2009c). *(Re)Habitar Lisboa - Proposta Estratégica: Programa Local de Habitação. 2ª Fase: Escolher*. [ed.] CML. Lisboa. (coordenação: Vereadora Helena Roseta).
- Câmara Municipal de Lisboa (2009d). *(Re)Habitar Lisboa - Relatório da Consulta Pública Programa Local de Habitação. 2ª Fase: Escolher*. [ed.] CML. Lisboa. (coordenação: Vereadora Helena Roseta).
- Câmara Municipal de Lisboa (2011). *Regulamento – Revisão do PDM*. [ed.] CML. Lisboa.
- CBRE (2010). *MarketView – Residencial, Lisboa e Porto*. [ed.] CBRE. Lisboa.
- Diário de Notícias (2007.Jan.30). *Economia - Suplemento especial rendas*. Lisboa.
- Empresa Pública de Urbanização de Lisboa (2007). *Devolutos – propostas para dinamizar a colocação dos Fogos Devolutos no Mercado Imobiliário*, [ed.] EPUL. Lisboa.
- Empresa Pública de Urbanização de Lisboa (2009). *Reabilitação Urbana - Plano Estratégico EPUL 2009|2013*. [ed.] EPUL. Lisboa.
- Finch, Brian (2010). *Como elaborar um Plano de Negócios*. SmartBook. Lisboa.
- Gaspar, Fernando (2010). *O processo Empreendedor e a criação de Empresas de Sucesso*. Sílado. Lisboa.
- Instituto da Habitação e Reabilitação Urbana (2008a). *Contributos para o Plano Estratégico de Habitação 2008-20013 – Relatório 1 – Diagnóstico de Dinâmicas e Carências Habitacionais*. [ed.] IHRU. Lisboa.
- Instituto da Habitação e Reabilitação Urbana (2008b). *Contributos para o Plano Estratégico de Habitação 2008-20013 – Relatório 2 – Políticas de Habitação*. [ed.] IHRU. Lisboa.
- Instituto da Habitação e Reabilitação Urbana (2008c). *Contributos para o Plano Estratégico de Habitação 2008-20013 – Relatório 3 – Estratégia e modelo de intervenção*. [ed.] IHRU. Lisboa.
- Instituto da Habitação e Reabilitação Urbana (2008d). *Contributos para o Plano Estratégico de Habitação 2008-20013 – Sumário Executivo para debate público*. [ed.] IHRU. Lisboa.
- Instituto da Habitação e Reabilitação Urbana. (2009). *Relatório - Síntese da evolução dos preços de venda e arrendamento dos apartamentos em Portugal continental*. [ed.] IHRU. Lisboa.
- Laia, Amaro (2007, Março). *Cap rates, yields e avaliação de imóveis – pelo método de rendimento*. Confidencial Imobiliário, versão electrónica.
- Laia, Amaro e Moedas, Carlos (2010). *O novo paradigma do Investimento Imobiliário*. Sabedoria Alternativa. Lisboa.
- Luis, José e Pedro, Francisco (1999). *Regulamento Geral das Edificações Urbanas*. Vislis. Viseu

- Mayer, Francisco (2008). *Estrutura Geral de Custos em obras de Reabilitação de Edifícios*. Tese de mestrado em Engenharia Civil. Lisboa: Instituto Superior Técnico – Universidade Técnica de Lisboa.
- Menendez, Uria e Carvalho, Proença de (2010). *Reabilitação Urbana*. Vida Imobiliária. Lisboa.
- Neves, João Carvalho das (2007). *Análise Financeira – Técnicas Fundamentais*. (1ª edição). Texto Editores. Lisboa.
- Neves, João Carvalho das, Montezuma, Joaquim e Laia, Amaro (2009). *Análise de Investimentos Imobiliários*. (1ª edição). Texto Editores. Lisboa.
- Pimentel, Pedro (2011, Setembro 11). Comprar ou Arrendar, eis a questão. , *Jornal Expresso, Espaços & Casas, Edição 2027*. 4.
- Ries, Al e Ries, Laura (2002). *A queda da publicidade – e a ascensão das relações públicas*. (2ª edição). Casa das Letras. Cruz Quebrada. .
- Rosário, Andreia Abreu do (2010). *Reabi(li)tar Lisboa – Contributos do Programa Local de Habitação*. Tese de Mestrado em Gestão do Território, especialidade em Planeamento e ordenamento do Território. Lisboa: Faculdade de Ciências Sociais e Humanas – Universidade Nova de Lisboa.
- Vida Imobiliária (2010, Maio). Novo regime da reabilitação urbana - Governo insiste em receita falhada. *Vida Imobiliária*, 203, 24-26.
- Veiga, Alexandre (1999). *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário*. Almedina. Coimbra
- Zbyszewski, João Paulo (2010). *Regime Jurídico da Reabilitação Urbana - Anotado e Comentado*. Quid Juris. Lisboa.

## LEGISLAÇÃO

- Lei n.º 48/98 de 07 de Março. *Diário da República n.º 18 - I Série*. Assembleia da República. Lisboa.
- Decreto-Lei n.º 329-C/2000 de 22 de Dezembro. *Diário da República n.º 294 - I Série*. Ministério do Equipamento Social. Lisboa
- Decreto-Lei n.º 60/2002 de 20 de Março. *Diário da República n.º 67 - I Série* – Ministério das Finanças. Lisboa.
- Decreto-Lei n.º 104/2004 de 7 de Maio. *Diário da República n.º 107 - I Série*. Ministério das Obras Públicas, Transportes e Habitação. Lisboa
- Decreto-Lei n.º 308/2007 de 3 de Setembro. *Diário da República n.º 169 - I Série*. Ministério do Ambiente, do Ordenamento do Território e do Desenvolvimento Regional. Lisboa
- Decreto-Lei n.º 306/2009 de 23 de Outubro. *Diário da República n.º 206 - I Série*. Ministério do Ambiente, do Ordenamento do Território e do Desenvolvimento Regional. Lisboa.
- Decreto-Lei n.º 307/2009 de 23 de Outubro. *Diário da República n.º 206 - I Série*. Ministério do Ambiente, do Ordenamento do Território e do Desenvolvimento Regional. Lisboa.
- Decreto-Lei n.º 26/2010 de 30 de Março. *Diário da República n.º 62 - I Série*. Presidência do Conselho de Ministros. Lisboa.
- Portaria n.º 277-A/2010 de 21 de Maio. *Diário da República N.º 84 - I Série*. Ministério do Ambiente e do ordenamento do Território. Lisboa
- RCM n.º 20/2011 de 23 de Março de 2011. *Diário da República n.º 67 - I Série*. Presidência do Conselho de Ministros. Lisboa

## **CÓDIGOS CONSULTADOS**

Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas

Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares

Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado

Código do Imposto Municipal sobre Imóveis

Código do Imposto sobre as transmissões Onerosas de Imóveis

Código do Imposto de Selo

Estatuto dos Benefícios Fiscais

Regime de Reintegrações e Amortizações

## **BIBLIOGRAFIA ELECTRÓNICA**

Eurostat (2004). [Acedido em 30 de Junho de 2011]

<<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>>

Instituto Nacional de Estatística (2001). [Acedido em 20 de Junho de 2011.]

<<http://www.ine.pt/> >

Governo de Portugal (2011). [Acedido em 29 de Junho de 2011.]

<<http://www.portugal.gov.pt/>>

Reuters (2011). [Acedido em 01 de Junho de 2011.]

< <http://www.reuters.com/places/portugal>>



## 1 – CUSTOS DE PRODUÇÃO vs MANUTENÇÃO DA SOCIEDADE

Quadro 1. 1 - Custos de produção vs manutenção da sociedade

CUSTOS DE PRODUÇÃO vs MANUTENÇÃO DA SOCIEDADE												
nº meses	14											
incremento anual	0%			2%			2%			2%		
<i>em Euros</i>												
CUSTOS COM PESSOAL	2012			2013			2014			2015		
	efect.	Dados	Valores	efect.	Dados	Valores	efect.	Dados	Valores	efect.	Dados	Valores
Administração	1	3.000	42.000	1	3.500	49.000	1	4.000	56.000	1	4.080	57.120
Segurança Social O. Sociais		21,25%	8.925		21,25%	10.413		21,25%	11.900		21,25%	12.138
Senhas Presença	4	800	11.200	4	816	11.652	4	849	11.886	4	866	12.123
IVA senhas		23,00%	2.576		23,00%	2.680		23,00%	2.734		23,00%	2.788
Administrativo	1	1.000	14.000	2	2.000	28.000	2	2.040	28.560	2	2.081	28.000
Segurança Social		23,75%	3.325		23,75%	6.650		23,75%	6.783		23,75%	6.650
Seguro acidentes Trabalho		1%	672		1%	887		1%	964		1%	972
Subsídio Alimentação	6	5,93	9.393	7	6,05	10.959	7	6,17	10.959	7	6,29	10.959
PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS												
Jurista e Marketing	2	800	22.400	2	1.000	28.000	2	1.020	28.560	2	1.040	29.131
IVA		23,00%	5.152		23,00%	6.440		23,00%	6.569		23,00%	6.700
Promotor Angariador	1	1.500	21.000	1	1.750	24.500	1	2.000	28.000	1	2.000	28.000
IVA		23,00%	4.830		23,00%	5.635		23,00%	6.440		23,00%	6.440
Contabilidade e ROC's	1	1.700	23.800	1	2.000	28.000	1	2.000	28.000	1	2.000	28.000
IVA		23,00%	5.474		23,00%	6.440		23,00%	6.440		23,00%	6.440
<b>TOTALS</b>			<b>174.747</b>			<b>219.255</b>			<b>233.794</b>			<b>235.462</b>
<i>Valores Brutos em Euros</i>												
FORNECIMENTO e SERVIÇOS EXTERNOS	2012		2013		2014		2015					
	Dados	Valores	Dados	Valores	Dados	Valores	Dados	Valores				
Rendas e Alugueres	700	8.400	714	8.568	728	8.739	743	8.914				
Electricidade	60	720	61	734	62	749	64	764				
Água	35	420	36	428	36	437	37	446				
Limpezas e Conforto	400	4.800	408	4.896	416	4.994	424	5.094				
Comunicações	200	2.400	204	2.448	208	2.497	212	2.547				
Mobiliário	1.000	1.000	700	700	600	600	300	300				
Equipamento Informático	2.000	2.000	1.000	1.000	500	500	600	600				
Consumíveis	500	500	500	500	400	400	400	400				
Documentação Técnica	200	200	200	200	100	100	50	50				
Imagem Corp. e publicidade	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	7.000	7.000				
Deslocações e Estadias	2.000	2.000	3.000	3.000	4.000	4.000	4.000	4.000				
Provisões	5.000	5.000	4.000	4.000	2.000	2.000	2.000	2.000				
<b>TOTAL</b>		<b>37.440</b>		<b>36.475</b>		<b>35.016</b>		<b>32.115</b>				
<i>em Euros</i>												
TOTAL DOS CUSTOS COM EMPRESA	2012		2013		2014		2015					
CUSTOS COM PESSOAL		174.747		219.255		233.794		235.462				
FORNECIMENTO e SERVIÇOS EXTERNOS		37.440		36.475		35.016		32.115				
<b>TOTAL</b>		<b>212.187</b>		<b>255.730</b>		<b>268.810</b>		<b>267.577</b>				



## 2 – FLUXOS DE CAIXA

Quadro 2. 1 - Fluxos de Caixa do Caso 1 A - intervenção LIGEIRA

CASO 1 A - INTERVENÇÃO LIGEIRA								
FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO								
<i>em Euros</i>								
FLUXOS DE CAIXA	TOTAIS	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Renda Potencial Bruta	651.962			125.280	127.786	130.341	132.948	135.607
Desocupação e incobráveis	37.709			31.320	6.389			
<b>Renda Efectiva Bruta</b>	<b>614.253</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>93.960</b>	<b>121.396</b>	<b>130.341</b>	<b>132.948</b>	<b>135.607</b>
<b>DESPESAS OPERACIONAIS FIXAS</b>								
Seguros	3.048			600	612	612	612	612
Avaliações	1.948	200			424	432	441	450
IMI (isenção permanente)	0							
Conservação de Esgotos	2.245			449	449	449	449	449
Despesas de Manutenção e Limpeza	16.299			3.132	3.195	3.259	3.324	3.390
ROC'S	4.163		660	673	687	700	714	729
Comissão de Gestão	71.716			13.781	14.056	14.338	14.624	14.917
Taxa Supervisão	378		60	61	62	64	65	66
Comissão Entidade Depositária	11.366		1.894	1.894	1.894	1.894	1.894	1.894
<b>DESPESAS OPERACIONAIS VARIÁVEIS</b>								
Comissões de arrendamento	10.482			8.352	2.130			
(A) <b>ROL ai - Rendimento Operacional Líquido ai</b>	<b>492.608</b>	<b>-200</b>	<b>-2.614</b>	<b>65.017</b>	<b>97.887</b>	<b>108.593</b>	<b>110.824</b>	<b>113.100</b>
Investimentos de Substituição e manutenção	189.432	3.148	186.284					
(B) <b>FCOI ai - Fluxo de Caixa Operacional do Imóvel ai</b>	<b>303.176</b>	<b>-3.348</b>	<b>-188.898</b>	<b>65.017</b>	<b>97.887</b>	<b>108.593</b>	<b>110.824</b>	<b>113.100</b>
Valor Residual	0							
Investimento Imobiliário Inicial	0							
(C) <b>FCTI ai - Fluxo de Caixa Total do Imóvel ai</b>	<b>303.176</b>	<b>-3.348</b>	<b>-188.898</b>	<b>65.017</b>	<b>97.887</b>	<b>108.593</b>	<b>110.824</b>	<b>113.100</b>
(D) ROL ai - com reporte 4 anos				62.203	97.887	108.593	110.824	113.100
(E) Impostos base (D * taxa)	98.522			12.441	19.577	21.719	22.165	22.620
(F) AMORTIZAÇÕES (à taxa de 2%)	14.903				3.726	3.726	3.726	3.726
(G) Poupança fiscal das amortizações (F * taxa)	2.981				745	745	745	745
(H) <b>impostos (E - G)</b>	<b>95.541</b>			12.441	18.832	20.974	21.420	21.875
(I) <b>FCTI di - Fluxo Caixa Total Imóvel di (C - H)</b>	<b>207.635</b>	<b>-3.348</b>	<b>-188.898</b>	<b>52.577</b>	<b>79.055</b>	<b>87.620</b>	<b>89.405</b>	<b>91.225</b>
(J) Financiamento pelo Fundo	192.246	3.348	188.898					
(L) <b>Fluxo de Caixa Total (I - J)</b>	<b>399.881</b>			<b>52.577</b>	<b>79.055</b>	<b>87.620</b>	<b>89.405</b>	<b>91.225</b>

Quadro 2. 2 - Fluxos de Caixa do Caso 1 B - intervenção LIGEIRA

CASO 1 B - INTERVENÇÃO LIGEIRA								
FII - REABILITAÇÃO URBANA								
<i>em Euros</i>								
FLUXOS DE CAIXA	TOTAIS	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Renda Potencial Bruta	651.962			125.280	127.786	130.341	132.948	135.607
Desocupação e incobráveis	37.709			31.320	6.389			
<b>Renda Efectiva Bruta</b>	<b>614.253</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>93.960</b>	<b>121.396</b>	<b>130.341</b>	<b>132.948</b>	<b>135.607</b>
<b>DESPESAS OPERACIONAIS FIXAS</b>								
Seguros	3.048			600	612	612	612	612
Avaliações	1.948	200			424	432	441	450
IMI (isenção permanente)	0							
Conservação de Esgotos	2.245			449	449	449	449	449
Despesas de Manutenção e Limpeza	16.299			3.132	3.195	3.259	3.324	3.390
ROC'S	4.163		660	673	687	700	714	729
Comissão de Gestão	71.716			13.781	14.056	14.338	14.624	14.917
Taxa Supervisão	378		60	61	62	64	65	66
Comissão Entidade Depositária	11.366		1.894	1.894	1.894	1.894	1.894	1.894
<b>DESPESAS OPERACIONAIS VARIÁVEIS</b>								
Comissões de arrendamento	10.482			8.352	2.130			
<b>(A) ROL ai - Rendimento Operacional Líquido ai</b>	<b>492.608</b>	<b>-200</b>	<b>-2.614</b>	<b>65.017</b>	<b>97.887</b>	<b>108.593</b>	<b>110.824</b>	<b>113.100</b>
Investimentos de Substituição e manutenção	189.432	3.148	186.284					
<b>(B) FCOI ai - Fluxo de Caixa Operacional do Imóvel ai</b>	<b>303.176</b>	<b>-3.348</b>	<b>-188.898</b>	<b>65.017</b>	<b>97.887</b>	<b>108.593</b>	<b>110.824</b>	<b>113.100</b>
Valor Residual	0							
Investimento Imobiliário Inicial	0							
<b>(C) FCTI ai - Fluxo de Caixa Total do Imóvel ai</b>	<b>303.176</b>	<b>-3.348</b>	<b>-188.898</b>	<b>65.017</b>	<b>97.887</b>	<b>108.593</b>	<b>110.824</b>	<b>113.100</b>
<b>(D) FCTI di - Fluxo Caixa Total Imóvel di</b>								
	<b>303.176</b>	<b>-3.348</b>	<b>-188.898</b>	<b>65.017</b>	<b>97.887</b>	<b>108.593</b>	<b>110.824</b>	<b>113.100</b>
(E) Financiamento pelo Fundo	192.246	3.348	188.898					
<b>(F) Fluxo de Caixa Total</b>	<b>495.422</b>			<b>65.017</b>	<b>97.887</b>	<b>108.593</b>	<b>110.824</b>	<b>113.100</b>

Quadro 2. 3 - Fluxos de Caixa do Caso 1 C - intervenção LIGEIRA

CASO 1 C - INTERVENÇÃO LIGEIRA								
Sociedade Comercial								
em Euros								
CASH FLOW	TOTAIS	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Renda Potencial Bruta	651.962			125.280	127.786	130.341	132.948	135.607
Desocupação e incobráveis	37.709			31.320	6.389			
<b>Renda Efectiva Bruta</b>	<b>614.253</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>93.960</b>	<b>121.396</b>	<b>130.341</b>	<b>132.948</b>	<b>135.607</b>
<b>DESPESAS OPERACIONAIS FIXAS</b>								
Seguros	3.048			600	612	612	612	612
Avaliações	200	200						
IMI (isenção temporal)	0							
Conservação de Esgotos	2.245			449	449	449	449	449
Comissão Bancária	1.352	1.352						
Despesas de Manutenção e Limpeza	16.299			3.132	3.195	3.259	3.324	3.390
Comissão de Gestão	71.716			13.781	14.056	14.338	14.624	14.917
<b>DESPESAS OPERACIONAIS VARIÁVEIS</b>								
Comissões de arrendamento	10.482			8.352	2.130			
<b>(A) ROL ai - Rendimento Operacional Líquido ai</b>	<b>508.911</b>	<b>-1.552</b>	<b>0</b>	<b>67.646</b>	<b>100.955</b>	<b>111.684</b>	<b>113.939</b>	<b>116.239</b>
Investimentos de Substituição e manutenção	189.432	3.148	186.284					
<b>(B) FCOI ai - Fluxo de Caixa Operacional do Imóvel ai</b>	<b>319.480</b>	<b>-4.700</b>	<b>-186.284</b>	<b>67.646</b>	<b>100.955</b>	<b>111.684</b>	<b>113.939</b>	<b>116.239</b>
Valor Residual	0							
Investimento Imobiliário Inicial	0							
<b>(C) FCTI ai - Fluxo de Caixa Total do Imóvel ai</b>	<b>319.480</b>	<b>-4.700</b>	<b>-186.284</b>	<b>67.646</b>	<b>100.955</b>	<b>111.684</b>	<b>113.939</b>	<b>116.239</b>
(D) Impostos base (A * taxa)	134.861	-411	0	17.926	26.753	29.596	30.194	30.803
<b>(E) AMORTIZAÇÕES (à taxa de 2%)</b>	<b>14.903</b>				<b>3.726</b>	<b>3.726</b>	<b>3.726</b>	<b>3.726</b>
(F) Poupança fiscal das amortizações (E * taxa)	3.949				987	987	987	987
<b>(G) FCTI di - Fluxo Caixa Total Imóvel di (C - D + F)</b>	<b>188.567</b>	<b>-4.289</b>	<b>-186.284</b>	<b>49.720</b>	<b>75.189</b>	<b>83.075</b>	<b>84.733</b>	<b>86.423</b>
(C) FCTI ai	319.480	-4.700	-186.284	67.646	100.955	111.684	113.939	116.239
(H) Empréstimo	135.206		135.206					
(I) Juros	24.996		4.056	6.760	5.537	4.252	2.903	1.487
(J) Reembolso do Empréstimo	135.206		0	24.469	25.692	26.977	28.326	29.742
(L) Saldo devedor do empréstimo	0							
<b>(M) FCCP ai - FC do Capital Próprio ai (C + H - I - J - L)</b>	<b>294.483</b>	<b>-4.700</b>	<b>-55.134</b>	<b>36.417</b>	<b>69.725</b>	<b>80.455</b>	<b>82.710</b>	<b>85.010</b>
(A) ROL ai	508.911	-1.552	0	67.646	100.955	111.684	113.939	116.239
(E) Amortizações	14.903		0	0	3.726	3.726	3.726	3.726
(I) Juros	24.996		4.056	6.760	5.537	4.252	2.903	1.487
(N) Base Tributável (A - E - I)	469.012	-1.552	-4.056	60.886	91.692	103.706	107.310	111.026
(O) Reporte de Prejuízos - máximo 4 exercícios	124.288	-411	-1.075	16.135	24.298	27.482	28.437	29.422
(P) Impostos (O * taxa)	124.288				38.947	27.482	28.437	29.422
<b>(Q) FCCP di - FC do Capital Próprio di (M - P)</b>	<b>170.195</b>	<b>-4.289</b>	<b>-54.059</b>	<b>20.282</b>	<b>45.427</b>	<b>52.973</b>	<b>54.273</b>	<b>55.588</b>

Quadro 2. 4– Fluxos de Caixa do Caso 2 A - intervenção INTERMÉDIA

CASO 2 A - INTERVENÇÃO INTERMÉDIA																			
FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO																			
		em Euros																	
FLUXOS DE CAIXA	TOTAIS	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13	Ano 14	Ano 15	Ano 16	Ano 17
Renda Potencial Bruta	2.407.244				139.200	141.984	144.824	147.720	150.675	153.688	156.762	159.897	163.095	166.357	169.684	173.078	176.539	180.070	183.671
Desocupação e incobráveis	66.415				34.800	7.099			7.534				8.155				8.827		
<b>Renda Efectiva Bruta</b>	<b>2.340.829</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>104.400</b>	<b>134.885</b>	<b>144.824</b>	<b>147.720</b>	<b>143.141</b>	<b>153.688</b>	<b>156.762</b>	<b>159.897</b>	<b>154.940</b>	<b>166.357</b>	<b>169.684</b>	<b>173.078</b>	<b>167.712</b>	<b>180.070</b>	<b>183.671</b>
<b>DESPESAS OPERACIONAIS FIXAS</b>																			
Seguros	9.780			600	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612
Avaliações	7.532	200			424	432	441	450	459	468	477	487	497	507	517	527	538	548	559
IMI (isenção permanente)	0																		
Conservação de Esgotos	7.184			449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449
Despesas de Manutenção e Limpeza	60.181				3.480	3.550	3.621	3.693	3.767	3.842	3.919	3.997	4.077	4.159	4.242	4.327	4.413	4.502	4.592
ROC'S	13.208		660	673	687	700	714	729	743	758	773	789	805	821	837	854	871	888	906
Comissão de Gestão	216.652				12.528	12.779	13.034	13.295	13.561	13.832	14.109	14.391	14.679	14.972	15.272	15.577	15.889	16.206	16.530
Taxa Supervisão	1.201		60	61	62	64	65	66	68	69	70	72	73	75	76	78	79	81	82
Comissão Entidade Depositária	100.210		5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895
<b>DESPESAS OPERACIONAIS VARIÁVEIS</b>																			
Comissões de arrendamento	13.412				6.960	2.366			1.256				1.359				1.471		
(A) ROL ai - Rendimento Operacional Líquido ai (A - B)	1.911.468	-200	-6.615	-7.678	73.303	108.038	119.993	122.532	116.332	127.763	130.457	133.206	126.495	138.868	141.785	144.759	137.496	150.889	154.046
Investimentos de Substituição e manutenção	605.463	3.148	221.775	364.550								15.990							
(B) FCOI ai - Fluxo de Caixa Operacional do Imóvel ai	1.306.006	-3.348	-228.390	-372.228	73.303	108.038	119.993	122.532	116.332	127.763	130.457	117.216	126.495	138.868	141.785	144.759	137.496	150.889	154.046
Valor Residual	0																		
Investimento Imobiliário Inicial	0																		
(C) FCTI ai - Fluxo de Caixa Total do Imóvel ai	1.306.006	-3.348	-228.390	-372.228	73.303	108.038	119.993	122.532	116.332	127.763	130.457	117.216	126.495	138.868	141.785	144.759	137.496	150.889	154.046
(D) ROL ai - com reporte 4 anos	1.911.468				58.810	108.038	119.993	122.532	116.332	127.763	130.457	133.206	126.495	138.868	141.785	144.759	137.496	150.889	154.046
(E) Impostos base (D * taxa)	382.294				11.762	21.608	23.999	24.506	23.266	25.553	26.091	26.641	25.299	27.774	28.357	28.952	27.499	30.178	30.809
(F) AMORTIZAÇÕES (à taxa de 2%)	178.136				11.727	11.727	11.727	11.727	11.727	11.727	11.727	11.727	12.046	12.046	12.046	12.046	12.046	12.046	12.046
(G) Poupança fiscal das amortizações (F * taxa)	35.627				2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	2.409	2.409	2.409	2.409	2.409	2.409	2.409
(H) impostos (E - G)	346.666				9.417	19.262	21.653	22.161	20.921	23.207	23.746	24.296	22.890	25.364	25.948	26.543	25.090	27.768	28.400
(I) FCTI di - Fluxo Caixa Total Imóvel di (C - H)	959.339	-3.348	-228.390	-372.228	63.886	88.776	98.340	100.371	95.411	104.556	106.711	92.920	103.605	113.504	115.837	118.217	112.406	123.120	125.646
(J) Financiamento pelo Fundo	603.966	3.348	228.390	372.228															
(L) Fluxo de Caixa Total (I - J)	1.563.305	0	0	0	63.886	88.776	98.340	100.371	95.411	104.556	106.711	92.920	103.605	113.504	115.837	118.217	112.406	123.120	125.646

Quadro 2. 5- Fluxos de Caixa do Caso 2 B - intervenção INTERMÉDIA

CASO 2 B - INTERVENÇÃO INTERMÉDIA																			
FII - REABILITAÇÃO URBANA																			
<i>em Euros</i>																			
FLUXOS DE CAIXA	TOTAIS	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13	Ano 14	Ano 15	Ano 16	Ano 17
Renda Potencial Bruta	2.407.244				139.200	141.984	144.824	147.720	150.675	153.688	156.762	159.897	163.095	166.357	169.684	173.078	176.539	180.070	183.671
Desocupação e incobráveis	66.415				34.800	7.099			7.534				8.155				8.827		
<b>Renda Efectiva Bruta</b>	<b>2.340.829</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>104.400</b>	<b>134.885</b>	<b>144.824</b>	<b>147.720</b>	<b>143.141</b>	<b>153.688</b>	<b>156.762</b>	<b>159.897</b>	<b>154.940</b>	<b>166.357</b>	<b>169.684</b>	<b>173.078</b>	<b>167.712</b>	<b>180.070</b>	<b>183.671</b>
<b>DESPESAS OPERACIONAIS FIXAS</b>																			
Seguros	9.780			600	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612
Avaliações	7.532	200			424	432	441	450	459	468	477	487	497	507	517	527	538	548	559
IMI (isenção permanente)	0																		
Conservação de Esgotos	7.184			449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449
Despesas de Manutenção e Limpeza	60.181				3.480	3.550	3.621	3.693	3.767	3.842	3.919	3.997	4.077	4.159	4.242	4.327	4.413	4.502	4.592
ROC'S	13.208		660	673	687	700	714	729	743	758	773	789	805	821	837	854	871	888	906
Comissão de Gestão	216.652				12.528	12.779	13.034	13.295	13.561	13.832	14.109	14.391	14.679	14.972	15.272	15.577	15.889	16.206	16.530
Taxa Supervisão	1.201		60	61	62	64	65	66	68	69	70	72	73	75	76	78	79	81	82
Comissão Entidade Depositária	100.210		5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895
<b>DESPESAS OPERACIONAIS VARIÁVEIS</b>																			
Comissões de arrendamento	15.732				9.280	2.366			1.256				1.359				1.471		
(A) ROL ai - Rendimento Operacional Líquido ai	1.909.148	-200	-6.615	-7.678	70.983	108.038	119.993	122.532	116.332	127.763	130.457	133.206	126.495	138.868	141.785	144.759	137.496	150.889	154.046
Investimentos de Substituição e manutenção	605.463	3.148	221.775	364.550								15.990							
(B) FCOI ai - Fluxo de Caixa Operacional do Imóvel ai	1.303.686	-3.348	-228.390	-372.228	70.983	108.038	119.993	122.532	116.332	127.763	130.457	117.216	126.495	138.868	141.785	144.759	137.496	150.889	154.046
Valor Residual	0																		
Investimento Imobiliário Inicial	0																		
<b>(C) FCTI ai - Fluxo de Caixa Total do Imóvel ai</b>	<b>1.303.686</b>	<b>-3.348</b>	<b>-228.390</b>	<b>-372.228</b>	<b>70.983</b>	<b>108.038</b>	<b>119.993</b>	<b>122.532</b>	<b>116.332</b>	<b>127.763</b>	<b>130.457</b>	<b>117.216</b>	<b>126.495</b>	<b>138.868</b>	<b>141.785</b>	<b>144.759</b>	<b>137.496</b>	<b>150.889</b>	<b>154.046</b>
<b>(D) FCTI di - Fluxo Caixa Total Imóvel di</b>																			
(E) Financiamento pelo Fundo	603.966	3.348	228.390	372.228															
<b>(F) Fluxo de Caixa Total (D + E)</b>	<b>1.907.652</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>70.983</b>	<b>108.038</b>	<b>119.993</b>	<b>122.532</b>	<b>116.332</b>	<b>127.763</b>	<b>130.457</b>	<b>117.216</b>	<b>126.495</b>	<b>138.868</b>	<b>141.785</b>	<b>144.759</b>	<b>137.496</b>	<b>150.889</b>	<b>154.046</b>

Quadro 2. 6- Fluxos de Caixa do Caso 2 C - intervenção INTERMÉDIA

CASO 2 C - INTERVENÇÃO INTERMÉDIA																			
Sociedade Comercial																			
		<i>em Euros</i>																	
FLUXOS DE CAIXA	TOTAIS	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13	Ano 14	Ano 15	Ano 16	Ano 17
Renda Potencial Bruta	2.407.244				139.200	141.984	144.824	147.720	150.675	153.688	156.762	159.897	163.095	166.357	169.684	173.078	176.539	180.070	183.671
Desocupação e incobráveis	66.415				34.800	7.099			7.534				8.155				8.827		
<b>Renda Efectiva Bruta</b>	<b>2.340.829</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>104.400</b>	<b>134.885</b>	<b>144.824</b>	<b>147.720</b>	<b>143.141</b>	<b>153.688</b>	<b>156.762</b>	<b>159.897</b>	<b>154.940</b>	<b>166.357</b>	<b>169.684</b>	<b>173.078</b>	<b>167.712</b>	<b>180.070</b>	<b>183.671</b>
<b>DESPESAS OPERACIONAIS FIXAS</b>																			
Seguros	9.780			600	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612
Avaliações	200	200																	
IMI (isenção temporal)	29.932														5.986	5.986	5.986	5.986	5.986
Conservação de Esgotos	7.184			449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449
Comissão Bancária	4.493	4.493																	
Despesas de Manutenção e Limpeza	60.181				3.480	3.550	3.621	3.693	3.767	3.842	3.919	3.997	4.077	4.159	4.242	4.327	4.413	4.502	4.592
Comissão de Gestão	216.652				12.528	12.779	13.034	13.295	13.561	13.832	14.109	14.391	14.679	14.972	15.272	15.577	15.889	16.206	16.530
<b>DESPESAS OPERACIONAIS VARIÁVEIS</b>																			
Comissões de arrendamento	15.732				9.280	2.366			1.256				1.359				1.471		
<b>(A) ROL ai - Rendimento Operacional Líquido ai</b>	<b>1.996.675</b>	<b>-4.693</b>	<b>0</b>	<b>-1.049</b>	<b>78.051</b>	<b>115.129</b>	<b>127.108</b>	<b>129.671</b>	<b>123.497</b>	<b>134.953</b>	<b>137.673</b>	<b>140.448</b>	<b>133.764</b>	<b>146.165</b>	<b>143.123</b>	<b>146.126</b>	<b>138.892</b>	<b>152.315</b>	<b>155.502</b>
Investimentos de Substituição e manutenção	605.463	3.148	221.775	364.550								15.990							
<b>(B) FCOI ai - Fluxo de Caixa Operacional do Imóvel ai</b>	<b>1.391.212</b>	<b>-7.841</b>	<b>-221.775</b>	<b>-365.599</b>	<b>78.051</b>	<b>115.129</b>	<b>127.108</b>	<b>129.671</b>	<b>123.497</b>	<b>134.953</b>	<b>137.673</b>	<b>124.458</b>	<b>133.764</b>	<b>146.165</b>	<b>143.123</b>	<b>146.126</b>	<b>138.892</b>	<b>152.315</b>	<b>155.502</b>
Valor Residual	0																		
Investimento Imobiliário Inicial	0																		
<b>(C) FCTI ai - Fluxo de Caixa Total do Imóvel ai</b>	<b>1.391.212</b>	<b>-7.841</b>	<b>-221.775</b>	<b>-365.599</b>	<b>78.051</b>	<b>115.129</b>	<b>127.108</b>	<b>129.671</b>	<b>123.497</b>	<b>134.953</b>	<b>137.673</b>	<b>124.458</b>	<b>133.764</b>	<b>146.165</b>	<b>143.123</b>	<b>146.126</b>	<b>138.892</b>	<b>152.315</b>	<b>155.502</b>
(D) Impostos base (A * taxa)	529.119				19.162	30.509	33.684	34.363	32.727	35.763	36.483	37.219	35.448	38.734	37.928	38.723	36.806	40.363	41.208
<b>(E) AMORTIZAÇÕES (à taxa de 2%)</b>	<b>178.136</b>				<b>11.727</b>	<b>11.727</b>	<b>11.727</b>	<b>11.727</b>	<b>11.727</b>	<b>11.727</b>	<b>11.727</b>	<b>11.727</b>	<b>12.046</b>	<b>12.046</b>	<b>12.046</b>	<b>12.046</b>	<b>12.046</b>	<b>12.046</b>	<b>12.046</b>
(F) Poupança fiscal das amortizações (E * taxa)	47.206				3.108	3.108	3.108	3.108	3.108	3.108	3.108	3.108	3.192	3.192	3.192	3.192	3.192	3.192	3.192
<b>(G) FCTI di - Fluxo Caixa Total Imóvel di (C - D + F)</b>	<b>909.299</b>	<b>-7.841</b>	<b>-221.775</b>	<b>-365.599</b>	<b>61.997</b>	<b>87.728</b>	<b>96.532</b>	<b>98.416</b>	<b>93.878</b>	<b>102.298</b>	<b>104.297</b>	<b>90.347</b>	<b>101.509</b>	<b>110.623</b>	<b>108.388</b>	<b>110.595</b>	<b>105.278</b>	<b>115.143</b>	<b>117.486</b>
(C) FCTI ai	1.391.212	-7.841	-221.775	-365.599	78.051	115.129	127.108	129.671	123.497	134.953	137.673	124.458	133.764	146.165	143.123	146.126	138.892	152.315	155.502
(H) Empréstimo	449.291		157.252	292.039															
(I) Juros	109.000		4.718	22.465	22.465	19.162	15.694	12.053	8.230	4.215									
(J) Reembolso do Empréstimo	449.291		0	0	66.054	69.356	72.824	76.465	80.289	84.303									
(L) Saldo devedor do empréstimo	0																		
<b>(M) FCCP ai - FC do Capital Próprio ai (C + H - I - J - L)</b>	<b>1.282.212</b>	<b>-7.841</b>	<b>-69.241</b>	<b>-96.024</b>	<b>-10.467</b>	<b>26.611</b>	<b>38.590</b>	<b>41.153</b>	<b>34.978</b>	<b>46.435</b>	<b>137.673</b>	<b>124.458</b>	<b>133.764</b>	<b>146.165</b>	<b>143.123</b>	<b>146.126</b>	<b>138.892</b>	<b>152.315</b>	<b>155.502</b>
(A) ROL ai	1.996.675	-4.693	0	-1.049	78.051	115.129	127.108	129.671	123.497	134.953	137.673	140.448	133.764	146.165	143.123	146.126	138.892	152.315	155.502
(E) Amortizações	178.136		0	0	11.727	11.727	11.727	11.727	11.727	11.727	11.727	11.727	12.046	12.046	12.046	12.046	12.046	12.046	12.046
(I) Juros	109.000		4.718	22.465	22.465	19.162	15.694	12.053	8.230	4.215	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(N) Base Tributável (A - E - I)	1.709.538	-4.693	-4.718	-23.514	43.860	84.241	99.687	105.892	103.541	119.011	125.947	128.721	121.718	134.119	131.077	134.080	126.845	140.268	143.455
(O) Reporte de Prejuizos - máximo 4 exercícios	1.709.538				<b>10.936</b>	<b>84.241</b>	<b>99.687</b>	<b>105.892</b>	<b>103.541</b>	<b>119.011</b>	<b>125.947</b>	<b>128.721</b>	<b>121.718</b>	<b>134.119</b>	<b>131.077</b>	<b>134.080</b>	<b>126.845</b>	<b>140.268</b>	<b>143.455</b>
(P) Impostos (O * taxa)	461.753				11.623	22.324	26.417	28.061	27.438	31.538	33.376	34.111	32.255	35.541	34.735	35.531	33.614	37.171	38.016
<b>(Q) FCCP di - FC do Capital Próprio di (M - P)</b>	<b>820.459</b>	<b>-7.841</b>	<b>-69.241</b>	<b>-96.024</b>	<b>-22.090</b>	<b>4.287</b>	<b>12.173</b>	<b>13.092</b>	<b>7.540</b>	<b>14.897</b>	<b>104.297</b>	<b>90.347</b>	<b>101.509</b>	<b>110.623</b>	<b>108.388</b>	<b>110.595</b>	<b>105.278</b>	<b>115.143</b>	<b>117.486</b>

Quadro 2. 7 - Fluxos de Caixa do Caso 3 A - intervenção PROFUNDA

CASO 3 A - INTERVENÇÃO PROFUNDA																			
FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO																			
		em Euros																	
FLUXOS DE CAIXA	TOTAIS	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13	Ano 14	Ano 15	Ano 33	
Renda Potencial Bruta	6.489.140				153.120	156.182	159.306	162.492	165.742	169.057	172.438	175.887	179.404	182.993	186.652	190.385	194.193	277.356	
Desocupação e incobráveis	120.586				38.280	7.809			8.287			8.970					9.710		
<b>Renda Efectiva Bruta</b>	<b>6.368.554</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>114.840</b>	<b>148.373</b>	<b>159.306</b>	<b>162.492</b>	<b>157.455</b>	<b>169.057</b>	<b>172.438</b>	<b>175.887</b>	<b>170.434</b>	<b>182.993</b>	<b>186.652</b>	<b>190.385</b>	<b>184.484</b>	<b>277.356</b>	
<b>DESPESAS OPERACIONAIS FIXAS</b>																			
Seguros	19.572			600	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612
Avaliações	18.169	200			424	432	441	450	459	468	477	487	497	507	517	527	538		768
IMI (isenção permanente)	0																		
Conservação de Esgotos	14.368			449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449		449
Despesas de Manutenção e Limpeza	162.228				3.828	3.905	3.983	4.062	4.144	4.226	4.311	4.397	4.485	4.575	4.666	4.760	4.855		6.934
ROC'S	30.434		660	673	687	700	714	729	743	758	773	789	805	821	837	854	871		1.244
Comissão de Gestão	519.131				12.250	12.495	12.744	12.999	13.259	13.525	13.795	14.071	14.352	14.639	14.932	15.231	15.535		22.188
Taxa Supervisão	2.767		60	61	62	64	65	66	68	69	70	72	73	75	76	78	79		113
Comissão Entidade Depositária	194.526		5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895		5.895
<b>DESPESAS OPERACIONAIS VARIÁVEIS</b>																			
Comissões de arrendamento	22.675				7.656	2.603			1.381			1.495							1.618
<b>(A) ROL ai - Rendimento Operacional Líquido ai</b>	<b>5.384.684</b>	<b>-200</b>	<b>-6.615</b>	<b>-7.678</b>	<b>82.978</b>	<b>121.219</b>	<b>134.403</b>	<b>137.230</b>	<b>130.445</b>	<b>143.055</b>	<b>146.055</b>	<b>149.115</b>	<b>141.772</b>	<b>155.421</b>	<b>158.668</b>	<b>161.981</b>	<b>154.031</b>	<b>239.153</b>	
Investimentos de Substituição e manutenção	1.303.810	3.148	514.250	720.792								8.794							
<b>(B) FCOI ai - Fluxo de Caixa Operacional do Imóvel ai</b>	<b>4.080.874</b>	<b>-3.348</b>	<b>-520.864</b>	<b>-728.471</b>	<b>82.978</b>	<b>121.219</b>	<b>134.403</b>	<b>137.230</b>	<b>130.445</b>	<b>143.055</b>	<b>146.055</b>	<b>140.321</b>	<b>141.772</b>	<b>155.421</b>	<b>158.668</b>	<b>161.981</b>	<b>154.031</b>	<b>239.153</b>	
Valor Residual	0																		
Investimento Imobiliário Inicial	0																		
<b>(C) FCTI ai - Fluxo de Caixa Total do Imóvel ai</b>	<b>4.080.874</b>	<b>-3.348</b>	<b>-520.864</b>	<b>-728.471</b>	<b>82.978</b>	<b>121.219</b>	<b>134.403</b>	<b>137.230</b>	<b>130.445</b>	<b>143.055</b>	<b>146.055</b>	<b>140.321</b>	<b>141.772</b>	<b>155.421</b>	<b>158.668</b>	<b>161.981</b>	<b>154.031</b>	<b>239.153</b>	
(D) ROL ai - com reporte 4 anos	5.384.684				68.485	121.219	134.403	137.230	130.445	143.055	146.055	149.115	141.772	155.421	158.668	161.981	154.031		239.153
(E) Impostos base (D * taxa)	1.076.937				13.697	24.244	26.881	27.446	26.089	28.611	29.211	29.823	28.354	31.084	31.734	32.396	30.806		47.831
(F) AMORTIZAÇÕES (à taxa de 2%)	781.024				24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.877	24.877	24.877	24.877		26.013
(G) Poupança fiscal das amortizações (F * taxa)	156.205				4.940	4.940	4.940	4.940	4.940	4.940	4.940	4.940	4.975	4.975	4.975	4.975	4.975		5.203
(H) <b>impostos (E - G)</b>	<b>920.732</b>				8.757	19.304	21.940	22.506	21.149	23.671	24.271	24.883	23.379	26.109	26.758	27.421	25.831		42.628
<b>(I) FCTI di - Fluxo Caixa Total Imóvel di (C - H)</b>	<b>3.160.142</b>	<b>-3.348</b>	<b>-520.864</b>	<b>-728.471</b>	<b>74.221</b>	<b>101.915</b>	<b>112.462</b>	<b>114.724</b>	<b>109.296</b>	<b>119.384</b>	<b>121.784</b>	<b>115.438</b>	<b>118.393</b>	<b>129.312</b>	<b>131.910</b>	<b>134.560</b>	<b>128.201</b>	<b>196.525</b>	
(J) Financiamento pelo Fundo	1.252.683	3.348	520.864	728.471															
<b>(L) Fluxo de Caixa Total (I - J)</b>	<b>4.412.825</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>74.221</b>	<b>101.915</b>	<b>112.462</b>	<b>114.724</b>	<b>109.296</b>	<b>119.384</b>	<b>121.784</b>	<b>115.438</b>	<b>118.393</b>	<b>129.312</b>	<b>131.910</b>	<b>134.560</b>	<b>128.201</b>	<b>196.525</b>	

Quadro 2. 8 - Fluxos de Caixa do Caso 3 B - intervenção PROFUNDA

CASO 3 B - INTERVENÇÃO PROFUNDA																			
FII - REABILITAÇÃO URBANA																			
		em Euros																	
FLUXOS DE CAIXA	TOTAIS	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13	Ano 14	Ano 15	Ano 33	
Renda Potencial Bruta	6.489.140				153.120	156.182	159.306	162.492	165.742	169.057	172.438	175.887	179.404	182.993	186.652	190.385	194.193	277.356	
Desocupação e incobráveis	120.586				38.280	7.809			8.287				8.970				9.710		
<b>Renda Efectiva Bruta</b>	<b>6.368.554</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>114.840</b>	<b>148.373</b>	<b>159.306</b>	<b>162.492</b>	<b>157.455</b>	<b>169.057</b>	<b>172.438</b>	<b>175.887</b>	<b>170.434</b>	<b>182.993</b>	<b>186.652</b>	<b>190.385</b>	<b>184.484</b>	<b>277.356</b>	
<b>DESPESAS OPERACIONAIS FIXAS</b>																			
Seguros	19.572			600	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612
Avaliações	18.169	200			424	432	441	450	459	468	477	487	497	507	517	527	538	768	
IMI (isenção permanente)	0																		
Conservação de Esgotos	14.368			449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	
Despesas de Manutenção e Limpeza	162.228				3.828	3.905	3.983	4.062	4.144	4.226	4.311	4.397	4.485	4.575	4.666	4.760	4.855	6.934	
ROC'S	30.434		660	673	687	700	714	729	743	758	773	789	805	821	837	854	871	1.244	
Comissão de Gestão	519.131				12.250	12.495	12.744	12.999	13.259	13.525	13.795	14.071	14.352	14.639	14.932	15.231	15.535	22.188	
Taxa Supervisão	2.767		60	61	62	64	65	66	68	69	70	72	73	75	76	78	79	113	
Comissão Entidade Depositária	194.526		5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	
<b>DESPESAS OPERACIONAIS VARIÁVEIS</b>																			
Comissões de arrendamento	25.227				10.208	2.603			1.381				1.495				1.618		
(A) ROL ai - Rendimento Operacional Líquido ai	5.382.132	-200	-6.615	-7.678	80.426	121.219	134.403	137.230	130.445	143.055	146.055	149.115	141.772	155.421	158.668	161.981	154.031	239.153	
Investimentos de Substituição e manutenção	1.303.810	3.148	514.250	720.792								8.794							
(B) FCOI ai - Fluxo de Caixa Operacional do Imóvel ai	4.078.322	-3.348	-520.864	-728.471	80.426	121.219	134.403	137.230	130.445	143.055	146.055	140.321	141.772	155.421	158.668	161.981	154.031	239.153	
Valor Residual	0																		
Investimento Imobiliário Inicial	0																		
(C) FCTI ai - Fluxo de Caixa Total do Imóvel ai	4.078.322	-3.348	-520.864	-728.471	80.426	121.219	134.403	137.230	130.445	143.055	146.055	140.321	141.772	155.421	158.668	161.981	154.031	239.153	
(D) FCTI di - Fluxo Caixa Total Imóvel di	4.078.322	-3.348	-520.864	-728.471	80.426	121.219	134.403	137.230	130.445	143.055	146.055	140.321	141.772	155.421	158.668	161.981	154.031	239.153	
(E) Financiamento pelo Fundo	1.252.683	3.348	520.864	728.471															
(F) Fluxo de Caixa Total	5.331.005	0	0	0	80.426	121.219	134.403	137.230	130.445	143.055	146.055	140.321	141.772	155.421	158.668	161.981	154.031	239.153	



Quadro 2. 9 - Fluxos de Caixa do Caso 3 C - intervenção PROFUNDA

CASO 3 C - INTERVENÇÃO PROFUNDA																		
Sociedade Comercial																		
em Euros																		
FLUXOS DE CAIXA	TOTAIS	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13	Ano 14	Ano 15	Ano 33
Renda Potencial Bruta	6.489.140				153.120	156.182	159.306	162.492	165.742	169.057	172.438	175.887	179.404	182.993	186.652	190.385	194.193	277.356
Desocupação e incobráveis	120.586				38.280	7.809			8.287			8.970					9.710	
<b>Renda Efectiva Bruta</b>	<b>6.368.554</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>114.840</b>	<b>148.373</b>	<b>159.306</b>	<b>162.492</b>	<b>157.455</b>	<b>169.057</b>	<b>172.438</b>	<b>175.887</b>	<b>170.434</b>	<b>182.993</b>	<b>186.652</b>	<b>190.385</b>	<b>184.484</b>	<b>277.356</b>
<b>DESPESAS OPERACIONAIS FIXAS</b>																		
Seguros	19.572			600	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612
Avaliações	200	200																
IMI (isenção temporal)	125.716														5.986	5.986	5.986	5.986
Conservação de Esgotos	14.368			449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449	449
Comissão Bancária	4.493	4.493																
Despesas de Manutenção e Limpeza	162.228				3.828	3.905	3.983	4.062	4.144	4.226	4.311	4.397	4.485	4.575	4.666	4.760	4.855	6.934
Comissão de Gestão	519.131				12.250	12.495	12.744	12.999	13.259	13.525	13.795	14.071	14.352	14.639	14.932	15.231	15.535	22.188
<b>DESPESAS OPERACIONAIS VARIÁVEIS</b>																		
Comissões de arrendamento	25.227				10.208	2.603			1.381				1.495				1.618	
(A) ROL ai - Rendimento Operacional Líquido ai	5.497.619	-4.693	0	-1.049	87.493	128.310	141.518	144.370	137.610	150.245	153.271	156.358	149.041	162.717	160.006	163.348	155.428	241.186
Investimentos de Substituição e manutenção	1.303.810	3.148	514.250	720.792								8.794						
(B) FCOI ai - Fluxo de Caixa Operacional do Imóvel ai	4.193.808	-7.841	-514.250	-721.841	87.493	128.310	141.518	144.370	137.610	150.245	153.271	147.563	149.041	162.717	160.006	163.348	155.428	241.186
Valor Residual	0																	
Investimento Imobiliário Inicial	0																	
<b>(C) FCTI ai - Fluxo de Caixa Total do Imóvel ai</b>	<b>4.193.808</b>	<b>-7.841</b>	<b>-514.250</b>	<b>-721.841</b>	<b>87.493</b>	<b>128.310</b>	<b>141.518</b>	<b>144.370</b>	<b>137.610</b>	<b>150.245</b>	<b>153.271</b>	<b>147.563</b>	<b>149.041</b>	<b>162.717</b>	<b>160.006</b>	<b>163.348</b>	<b>155.428</b>	<b>241.186</b>
(D) Impostos base (A * taxa)	1.456.869	-1.244	0	-278	23.186	34.002	37.502	38.258	36.467	39.815	40.617	41.435	39.496	43.120	42.402	43.287	41.188	63.914
(E) AMORTIZAÇÕES (à taxa de 2%)	781.024				24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.877	24.877	24.877	24.877	24.877	26.013
(F) Poupança fiscal das amortizações (E * taxa)	206.971				6.546	6.546	6.546	6.546	6.546	6.546	6.546	6.546	6.592	6.592	6.592	6.592	6.592	6.894
<b>(G) FCTI di - Fluxo Caixa Total Imóvel di (C - D + F)</b>	<b>2.943.911</b>	<b>-6.597</b>	<b>-514.250</b>	<b>-721.563</b>	<b>70.853</b>	<b>100.854</b>	<b>110.561</b>	<b>112.657</b>	<b>107.689</b>	<b>116.976</b>	<b>119.200</b>	<b>112.674</b>	<b>116.137</b>	<b>126.190</b>	<b>124.197</b>	<b>126.653</b>	<b>120.832</b>	<b>184.165</b>
(C) FCTI ai	4.193.808	-7.841	-514.250	-721.841	87.493	128.310	141.518	144.370	137.610	150.245	153.271	147.563	149.041	162.717	160.006	163.348	155.428	241.186
(H) Empréstimo	948.411		379.364	569.047														
(I) Juros	284.309		11.381	47.421	47.421	42.455	37.240	31.765	26.017	19.980	13.642	6.988						
(J) Reembolso do Empréstimo	948.411		0	0	99.319	104.285	109.500	114.975	120.723	126.759	133.097	139.752						
(L) Saldo devedor do empréstimo	0																	
<b>(M) FCCP ai - FC do Capital Próprio ai (C + H - I - J - L)</b>	<b>3.909.499</b>	<b>-7.841</b>	<b>-146.266</b>	<b>-200.215</b>	<b>-59.246</b>	<b>-18.430</b>	<b>-5.222</b>	<b>-2.370</b>	<b>-9.130</b>	<b>3.505</b>	<b>6.531</b>	<b>823</b>	<b>149.041</b>	<b>162.717</b>	<b>160.006</b>	<b>163.348</b>	<b>155.428</b>	<b>241.186</b>
(A) ROL ai	5.497.619	-4.693	0	-1.049	87.493	128.310	141.518	144.370	137.610	150.245	153.271	156.358	149.041	162.717	160.006	163.348	155.428	241.186
(E) Amortizações	781.024		0	0	24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.701	24.877	24.877	24.877	24.877	24.877	26.013
(I) Juros	284.309		11.381	47.421	47.421	42.455	37.240	31.765	26.017	19.980	13.642	6.988	0	0	0	0	0	0
(N) Base Tributável (A - E - I)	4.432.285	-4.693	-11.381	-48.470	15.372	61.155	79.577	87.903	86.892	105.564	114.928	124.669	124.164	137.841	135.130	138.471	130.551	215.173
(O) Reporte de Prejuízos - máximo 4 exercícios	4.432.285					11.983	79.577	87.903	86.892	105.564	114.928	124.669	124.164	137.841	135.130	138.471	130.551	215.173
(P) Impostos (O * taxa)	1.174.556					3.176	21.088	23.294	23.026	27.974	30.456	33.037	32.903	36.528	35.809	36.695	34.596	57.021
<b>(Q) FCCP di - FC do Capital Próprio di (M - P)</b>	<b>2.734.943</b>	<b>-7.841</b>	<b>-146.266</b>	<b>-200.215</b>	<b>-59.246</b>	<b>-21.605</b>	<b>-26.310</b>	<b>-25.665</b>	<b>-32.157</b>	<b>-24.469</b>	<b>-23.925</b>	<b>-32.214</b>	<b>116.137</b>	<b>126.190</b>	<b>124.197</b>	<b>126.653</b>	<b>120.832</b>	<b>184.165</b>

### 3 – PLANOS DE TESOURARIA

Quadro 3. 1 - Plano de Tesouraria do Caso 1 A - intervenção LIGEIRA

CASO 1 A - INTERVENÇÃO LIGEIRA									
FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO									
		<i>em Euros</i>							
PLANO DE TESOURARIA	TOTAIS	0	1	2	3	4	5	6	
<b>CAPITAIS INICIAIS</b>	<b>308.656</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>52.577</b>	<b>79.055</b>	<b>87.620</b>	<b>89.405</b>	
<b>origens de fundos</b>									
Financiamento pelo Fundo	192.246	3.348	188.898						
Rendas	614.253		0	93.960	121.396	130.341	132.948	135.607	
Mais Valias	0								
<b>Total de Origens</b>	<b>806.499</b>	<b>3.348</b>	<b>188.898</b>	<b>93.960</b>	<b>121.396</b>	<b>130.341</b>	<b>132.948</b>	<b>135.607</b>	
<b>aplicações de fundos</b>									
Investimentos em Reabilitação	189.432	3.148	186.284	0					
Melhoramentos	0				0	0	0	0	
Despesas Operacionais Fixas	111.163	200	2.614	20.591	21.379	21.748	22.124	22.507	
Despesas Operacionais Variáveis	10.482	0	0	8.352	2.130	0	0	0	
Impostos	95.541	0	0	12.441	18.832	20.974	21.420	21.875	
<b>Total de Aplicações</b>	<b>406.618</b>	<b>3.348</b>	<b>188.898</b>	<b>41.383</b>	<b>42.341</b>	<b>42.721</b>	<b>43.544</b>	<b>44.382</b>	
<b>SALDO ANUAL</b>	<b>399.881</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>52.577</b>	<b>79.055</b>	<b>87.620</b>	<b>89.405</b>	<b>91.225</b>	
<b>Saldo acumulado</b>				<b>52.577</b>	<b>131.632</b>	<b>219.252</b>	<b>308.656</b>	<b>399.881</b>	

Quadro 3. 2 - Plano de Tesouraria do Caso 1 B - intervenção LIGEIRA

CASO 1 B - INTERVENÇÃO LIGEIRA									
FII - REABILITAÇÃO URBANA									
		<i>em Euros</i>							
PLANO DE TESOURARIA	TOTAIS	0	1	2	3	4	5	6	
<b>CAPITAIS INICIAIS</b>	<b>382.322</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>65.017</b>	<b>97.887</b>	<b>108.593</b>	<b>110.824</b>	
<b>origens de fundos</b>									
Financiamento pelo Fundo	192.246	3.348	188.898						
Rendas	614.253		0	93.960	121.396	130.341	132.948	135.607	
Mais Valias	0								
<b>Total de Origens</b>	<b>806.499</b>	<b>3.348</b>	<b>188.898</b>	<b>93.960</b>	<b>121.396</b>	<b>130.341</b>	<b>132.948</b>	<b>135.607</b>	
<b>aplicações de fundos</b>									
Investimentos em Reabilitação	189.432	3.148	186.284	0					
Melhoramentos	0				0	0	0	0	
Despesas Operacionais Fixas	111.163	200	2.614	20.591	21.379	21.748	22.124	22.507	
Despesas Operacionais Variáveis	10.482	0	0	8.352	2.130	0	0	0	
Impostos	0								
<b>Total de Aplicações</b>	<b>311.077</b>	<b>3.348</b>	<b>188.898</b>	<b>28.943</b>	<b>23.509</b>	<b>21.748</b>	<b>22.124</b>	<b>22.507</b>	
<b>SALDO ANUAL</b>	<b>495.422</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>65.017</b>	<b>97.887</b>	<b>108.593</b>	<b>110.824</b>	<b>113.100</b>	
<b>Saldo acumulado</b>				<b>65.017</b>	<b>162.905</b>	<b>271.498</b>	<b>382.322</b>	<b>495.422</b>	

Quadro 3. 3 - Plano de Tesouraria do Caso 1 C - intervenção LIGEIRA

CASO 1 C - INTERVENÇÃO LIGEIRA								
Sociedade Comercial								
<i>em Euros</i>								
PLANO DE TESOURARIA	TOTAIS	0	1	2	3	4	5	6
<b>CAPITAIS INICIAIS</b>	<b>174.441</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>36.417</b>	<b>30.778</b>	<b>52.973</b>	<b>54.273</b>
<b>origens de fundos</b>								
<b>AUMENTO DE CAPITAIS</b>	<b>59.834</b>	<b>4.700</b>	<b>55.134</b>					
Financiamento Bancário	135.206	0	135.206	0				
Rendas	614.253			93.960	121.396	130.341	132.948	135.607
Mais Valias	0							
<b>Total de Origens</b>	<b>809.293</b>	<b>4.700</b>	<b>190.340</b>	<b>93.960</b>	<b>121.396</b>	<b>130.341</b>	<b>132.948</b>	<b>135.607</b>
<b>aplicações de fundos</b>								
Investimentos em Reabilitação	189.432	3.148	186.284					
Melhoramentos	0				0	0	0	0
Despesas Operacionais Fixas	94.860	1.552	0	17.962	18.312	18.657	19.009	19.368
Despesas Operacionais Variáveis	10.482	0	0	8.352	2.130	0	0	0
Impostos	124.288	0	0	0	38.947	27.482	28.437	29.422
Prestações Bancárias (juros e Amortiz.)	160.202	0	4.056	31.229	31.229	31.229	31.229	31.229
<b>Total de Aplicações</b>	<b>579.264</b>	<b>4.700</b>	<b>190.340</b>	<b>57.543</b>	<b>90.618</b>	<b>77.368</b>	<b>78.675</b>	<b>80.019</b>
<b>SALDO ANUAL</b>	<b>230.029</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>36.417</b>	<b>30.778</b>	<b>52.973</b>	<b>54.273</b>	<b>55.588</b>
Saldo acumulado		0	36.417	67.195	120.168	174.441	230.029	

Quadro 3. 4 – Plano de Tesouraria do Caso 2 A - intervenção INTERMÉDIA

CASO 2 A - INTERVENÇÃO INTERMÉDIA																			
FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO																			
PLANO DE TESOURARIA	TOTAIS	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
<b>CAPITAIS INICIAIS</b>	<b>1.437.659</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>63.886</b>	<b>88.776</b>	<b>98.340</b>	<b>100.371</b>	<b>95.411</b>	<b>104.556</b>	<b>106.711</b>	<b>92.920</b>	<b>103.605</b>	<b>113.504</b>	<b>115.837</b>	<b>118.217</b>	<b>112.406</b>	<b>123.120</b>
<b>origens de fundos</b>																			
Financiamento pelo Fundo	603.966	3.348	228.390	372.228															
Rendas	2.340.829		0	0	104.400	134.885	144.824	147.720	143.141	153.688	156.762	159.897	154.940	166.357	169.684	173.078	167.712	180.070	183.671
Mais Valias	0																		
<b>Total de Origens</b>	<b>2.944.795</b>	<b>3.348</b>	<b>228.390</b>	<b>372.228</b>	<b>104.400</b>	<b>134.885</b>	<b>144.824</b>	<b>147.720</b>	<b>143.141</b>	<b>153.688</b>	<b>156.762</b>	<b>159.897</b>	<b>154.940</b>	<b>166.357</b>	<b>169.684</b>	<b>173.078</b>	<b>167.712</b>	<b>180.070</b>	<b>183.671</b>
<b>aplicações de fundos</b>																			
Investimentos em Reabilitação	589.473	3.148	221.775	364.550															
Melhoramentos	15.990				0	0	0	0	0	0	0	15.990	0	0	0	0	0	0	0
Despesas Operacionais Fixas	415.948	200	6.615	7.678	24.137	24.480	24.831	25.188	25.553	25.925	26.304	26.691	27.086	27.489	27.899	28.318	28.745	29.181	29.626
Despesas Operacionais Variáveis	13.412	0	0	0	6.960	2.366	0	0	1.256	0	0	0	1.359	0	0	0	1.471	0	0
Impostos	346.666	0	0	0	9.417	19.262	21.653	22.161	20.921	23.207	23.746	24.296	22.890	25.364	25.948	26.543	25.090	27.768	28.400
<b>Total de Aplicações</b>	<b>1.381.490</b>	<b>3.348</b>	<b>228.390</b>	<b>372.228</b>	<b>40.514</b>	<b>46.109</b>	<b>46.484</b>	<b>47.349</b>	<b>47.730</b>	<b>49.132</b>	<b>50.051</b>	<b>66.977</b>	<b>51.335</b>	<b>52.853</b>	<b>53.847</b>	<b>54.861</b>	<b>55.307</b>	<b>56.950</b>	<b>58.026</b>
<b>SALDO ANUAL</b>	<b>1.563.305</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>63.886</b>	<b>88.776</b>	<b>98.340</b>	<b>100.371</b>	<b>95.411</b>	<b>104.556</b>	<b>106.711</b>	<b>92.920</b>	<b>103.605</b>	<b>113.504</b>	<b>115.837</b>	<b>118.217</b>	<b>112.406</b>	<b>123.120</b>	<b>125.646</b>
Saldo acumulado					63.886	152.662	251.002	351.372	446.783	551.339	658.050	750.970	854.576	968.079	1.083.916	1.202.133	1.314.539	1.437.659	1.563.305

Quadro 3. 5 - Plano de Tesouraria do Caso 2 B - intervenção INTERMÉDIA

CASO 2 B - INTERVENÇÃO INTERMÉDIA																			
FII - REABILITAÇÃO URBANA																			
PLANO DE TESOURARIA	TOTAIS	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
<b>CAPITAIS INICIAIS</b>	<b>1.739.313</b>		0	-6.615	-7.678	70.983	108.038	119.993	122.532	116.332	127.763	130.457	117.216	126.495	138.868	141.785	144.759	137.496	150.889
<b>origens de fundos</b>																			
Financiamento pelo Fundo	589.673	3.348	221.775	364.550															
Rendas	2.340.829		0	0	104.400	134.885	144.824	147.720	143.141	153.688	156.762	159.897	154.940	166.357	169.684	173.078	167.712	180.070	183.671
Mais Valias	0																		
<b>Total de Origens</b>	<b>2.930.502</b>	<b>3.348</b>	<b>221.775</b>	<b>364.550</b>	<b>104.400</b>	<b>134.885</b>	<b>144.824</b>	<b>147.720</b>	<b>143.141</b>	<b>153.688</b>	<b>156.762</b>	<b>159.897</b>	<b>154.940</b>	<b>166.357</b>	<b>169.684</b>	<b>173.078</b>	<b>167.712</b>	<b>180.070</b>	<b>183.671</b>
<b>aplicações de fundos</b>																			
Investimentos em Reabilitação	589.473	3.148	221.775	364.550															
Melhoramentos	15.990				0	0	0	0	0	0	0	15.990	0	0	0	0	0	0	0
Despesas Operacionais Fixas	415.948	200	6.615	7.678	24.137	24.480	24.831	25.188	25.553	25.925	26.304	26.691	27.086	27.489	27.899	28.318	28.745	29.181	29.626
Despesas Operacionais Variáveis	15.732	0	0	0	9.280	2.366	0	0	1.256	0	0	0	1.359	0	0	0	1.471	0	0
Impostos	0																		
<b>Total de Aplicações</b>	<b>1.037.143</b>	<b>3.348</b>	<b>228.390</b>	<b>372.228</b>	<b>33.417</b>	<b>26.847</b>	<b>24.831</b>	<b>25.188</b>	<b>26.809</b>	<b>25.925</b>	<b>26.304</b>	<b>42.681</b>	<b>28.445</b>	<b>27.489</b>	<b>27.899</b>	<b>28.318</b>	<b>30.217</b>	<b>29.181</b>	<b>29.626</b>
<b>SALDO ANUAL</b>	<b>1.893.359</b>	<b>0</b>	<b>-6.615</b>	<b>-7.678</b>	<b>70.983</b>	<b>108.038</b>	<b>119.993</b>	<b>122.532</b>	<b>116.332</b>	<b>127.763</b>	<b>130.457</b>	<b>117.216</b>	<b>126.495</b>	<b>138.868</b>	<b>141.785</b>	<b>144.759</b>	<b>137.496</b>	<b>150.889</b>	<b>154.046</b>
Saldo acumulado					70.983	179.021	299.014	421.546	537.878	665.641	796.098	913.314	1.039.809	1.178.677	1.320.462	1.465.221	1.602.717	1.753.606	1.907.652

Quadro 3. 6 - Plano de Tesouraria do Caso 2 C - intervenção INTERMÉDIA

CASO 2 C - INTERVENÇÃO INTERMÉDIA																			
Sociedade Comercial																			
PLANO DE TESOURARIA	TOTAIS	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
<b>CAPITAIS INICIAIS</b>	<b>898.169</b>		0	0	0	0	4.287	12.173	13.092	7.540	14.897	104.297	90.347	101.509	110.623	108.388	110.595	105.278	115.143
<b>origens de fundos</b>																			
<b>AUMENTO DE CAPITAIS</b>	<b>195.196</b>	<b>7.841</b>	<b>69.241</b>	<b>96.024</b>	<b>22.090</b>														
Financiamento Bancário	449.291	0	157.252	292.039															
Rendas	2.340.829		0	0	104.400	134.885	144.824	147.720	143.141	153.688	156.762	159.897	154.940	166.357	169.684	173.078	167.712	180.070	183.671
Mais Valias	0																		
<b>Total de Origens</b>	<b>2.985.316</b>	<b>7.841</b>	<b>226.493</b>	<b>388.063</b>	<b>126.490</b>	<b>134.885</b>	<b>144.824</b>	<b>147.720</b>	<b>143.141</b>	<b>153.688</b>	<b>156.762</b>	<b>159.897</b>	<b>154.940</b>	<b>166.357</b>	<b>169.684</b>	<b>173.078</b>	<b>167.712</b>	<b>180.070</b>	<b>183.671</b>
<b>aplicações de fundos</b>																			
Investimentos em Reabilitação	589.473	3.148	221.775	364.550															
Melhoramentos	15.990				0	0	0	0	0	0	0	15.990	0	0	0	0	0	0	0
Despesas Operacionais Fixas	328.422	4.693	0	1.049	17.069	17.389	17.716	18.049	18.389	18.735	19.089	19.449	19.817	20.192	26.561	26.951	27.349	27.756	28.170
Despesas Operacionais Variáveis	15.732	0	0	0	9.280	2.366	0	0	1.256	0	0	0	1.359	0	0	0	1.471	0	0
Impostos	461.753	0	0	0	11.623	22.324	26.417	28.061	27.438	31.538	33.376	34.111	32.255	35.541	34.735	35.531	33.614	37.171	38.016
Prestações Bancárias (juros e Amortiz.)	558.292	0	4.718	22.465	88.518	88.518	88.518	88.518	88.518	88.518	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total de Aplicações</b>	<b>1.969.661</b>	<b>7.841</b>	<b>226.493</b>	<b>388.064</b>	<b>126.490</b>	<b>130.598</b>	<b>132.651</b>	<b>134.628</b>	<b>135.601</b>	<b>138.791</b>	<b>52.464</b>	<b>69.550</b>	<b>53.431</b>	<b>55.733</b>	<b>61.296</b>	<b>62.483</b>	<b>62.435</b>	<b>64.927</b>	<b>66.185</b>
<b>SALDO ANUAL</b>	<b>1.015.655</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4.287</b>	<b>12.173</b>	<b>13.092</b>	<b>7.540</b>	<b>14.897</b>	<b>104.297</b>	<b>90.347</b>	<b>101.509</b>	<b>110.623</b>	<b>108.388</b>	<b>110.595</b>	<b>105.278</b>	<b>115.143</b>	<b>117.486</b>
Saldo acumulado			0	0	0	4.287	16.460	29.551	37.092	51.988	156.286	246.633	348.142	458.765	567.153	677.748	783.025	898.169	1.015.655

Quadro 3. 7 - Plano de Tesouraria do Caso 3 A - intervenção PROFUNDA

CASO 3 A - INTERVENÇÃO PROFUNDA																				(.../...)
FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO																				
																				em Euros
PLANO DE TESOURARIA	TOTAIS	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	33		
CAPITAIS INICIAIS	4.216.300		0	0	0	74.221	101.915	112.462	114.724	109.296	119.384	121.784	115.438	118.393	129.312	131.910	134.560	192.664		
<b>origens de fundos</b>																				
Financiamento pelo Fundo	1.252.683	3.348	520.864	728.471																
Rendas	6.368.554		0	0	114.840	148.373	159.306	162.492	157.455	169.057	172.438	175.887	170.434	182.993	186.652	190.385	184.484	277.356		
Mais Valias	0																0	0		
<b>Total de Origens</b>	<b>7.621.237</b>	<b>3.348</b>	<b>520.864</b>	<b>728.471</b>	<b>114.840</b>	<b>148.373</b>	<b>159.306</b>	<b>162.492</b>	<b>157.455</b>	<b>169.057</b>	<b>172.438</b>	<b>175.887</b>	<b>170.434</b>	<b>182.993</b>	<b>186.652</b>	<b>190.385</b>	<b>184.484</b>	<b>277.356</b>		
<b>aplicações de fundos</b>																				
Investimentos em Reabilitação	1.238.190	3.148	514.250	720.792								8.794	0	0	0	0	0	0		
Melhoramentos	65.620				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Despesas Operacionais Fixas	961.195	200	6.615	7.678	24.206	24.551	24.903	25.262	25.628	26.002	26.383	26.771	27.168	27.572	27.984	28.405	28.834	38.203		
Despesas Operacionais Variáveis	22.675	0	0	0	7.656	2.603	0	0	1.381	0	0	0	1.495	0	0	0	1.618	0		
Impostos	920.732	0	0	0	8.757	19.304	21.940	22.506	21.149	23.671	24.271	24.883	23.379	26.109	26.758	27.421	25.831	42.628		
<b>Total de Aplicações</b>	<b>3.208.412</b>	<b>3.348</b>	<b>520.864</b>	<b>728.471</b>	<b>40.619</b>	<b>46.458</b>	<b>46.844</b>	<b>47.768</b>	<b>48.158</b>	<b>49.673</b>	<b>50.654</b>	<b>60.449</b>	<b>52.042</b>	<b>53.681</b>	<b>54.743</b>	<b>55.826</b>	<b>56.283</b>	<b>80.831</b>		
<b>SALDO ANUAL</b>	<b>4.412.825</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>74.221</b>	<b>101.915</b>	<b>112.462</b>	<b>114.724</b>	<b>109.296</b>	<b>119.384</b>	<b>121.784</b>	<b>115.438</b>	<b>118.393</b>	<b>129.312</b>	<b>131.910</b>	<b>134.560</b>	<b>128.201</b>	<b>196.525</b>		
<b>Saldo acumulado</b>					<b>74.221</b>	<b>176.136</b>	<b>288.598</b>	<b>403.322</b>	<b>512.619</b>	<b>632.003</b>	<b>753.787</b>	<b>869.226</b>	<b>987.618</b>	<b>1.116.930</b>	<b>1.248.840</b>	<b>1.383.400</b>	<b>1.511.600</b>	<b>4.412.825</b>		

Quadro 3. 8 - Plano de Tesouraria do Caso 3 B - intervenção PROFUNDA

CASO 3 B - INTERVENÇÃO PROFUNDA																				(.../...)
FII - REABILITAÇÃO URBANA																				
																				em Euros
PLANO DE TESOURARIA	TOTAIS	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	33		
CAPITAIS INICIAIS	5.091.852		0	0	0	80.426	121.219	134.403	137.230	130.445	143.055	146.055	140.321	141.772	155.421	158.668	161.981	234.327		
<b>origens de fundos</b>																				
Financiamento pelo Fundo	1.252.683	3.348	520.864	728.471																
Rendas	6.368.554		0	0	114.840	148.373	159.306	162.492	157.455	169.057	172.438	175.887	170.434	182.993	186.652	190.385	184.484	277.356		
Mais Valias	0																			
<b>Total de Origens</b>	<b>7.621.237</b>	<b>3.348</b>	<b>520.864</b>	<b>728.471</b>	<b>114.840</b>	<b>148.373</b>	<b>159.306</b>	<b>162.492</b>	<b>157.455</b>	<b>169.057</b>	<b>172.438</b>	<b>175.887</b>	<b>170.434</b>	<b>182.993</b>	<b>186.652</b>	<b>190.385</b>	<b>184.484</b>	<b>277.356</b>		
<b>aplicações de fundos</b>																				
Investimentos em Reabilitação	1.238.190	3.148	514.250	720.792								8.794	0	0	0	0	0	0		
Melhoramentos	65.620				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Despesas Operacionais Fixas	961.195	200	6.615	7.678	24.206	24.551	24.903	25.262	25.628	26.002	26.383	26.771	27.168	27.572	27.984	28.405	28.834	38.203		
Despesas Operacionais Variáveis	25.227	0	0	0	10.208	2.603	0	0	1.381	0	0	0	1.495	0	0	0	1.618	0		
Impostos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
<b>Total de Aplicações</b>	<b>2.290.232</b>	<b>3.348</b>	<b>520.864</b>	<b>728.471</b>	<b>34.414</b>	<b>27.154</b>	<b>24.903</b>	<b>25.262</b>	<b>27.010</b>	<b>26.002</b>	<b>26.383</b>	<b>35.566</b>	<b>28.663</b>	<b>27.572</b>	<b>27.984</b>	<b>28.405</b>	<b>30.452</b>	<b>38.203</b>		
<b>SALDO ANUAL</b>	<b>5.331.005</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>80.426</b>	<b>121.219</b>	<b>134.403</b>	<b>137.230</b>	<b>130.445</b>	<b>143.055</b>	<b>146.055</b>	<b>140.321</b>	<b>141.772</b>	<b>155.421</b>	<b>158.668</b>	<b>161.981</b>	<b>154.031</b>	<b>239.153</b>		
<b>Saldo acumulado</b>					<b>80.426</b>	<b>201.644</b>	<b>336.047</b>	<b>473.277</b>	<b>603.722</b>	<b>746.777</b>	<b>892.833</b>	<b>1.033.154</b>	<b>1.174.925</b>	<b>1.330.346</b>	<b>1.489.014</b>	<b>1.650.995</b>	<b>1.805.026</b>	<b>5.331.005</b>		

Quadro 3. 9 – Plano de Tesouraria do Caso 3 C - intervenção PROFUNDA

## CASO 3 C - INTERVENÇÃO PROFUNDA

Sociedade Comercial

(.../...)

em Euros

PLANO DE TESOURARIA	TOTAIS	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	33	
<b>CAPITAIS INICIAIS</b>	<b>3.150.690</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>116.137</b>	<b>126.190</b>	<b>124.197</b>	<b>126.652</b>	<b>180.587</b>
<b>origens de fundos</b>																			
<b>AUMENTO DE CAPITAIS</b>	<b>599.914</b>	<b>7.841</b>	<b>146.266</b>	<b>200.215</b>	<b>59.247</b>	<b>21.606</b>	<b>26.310</b>	<b>25.665</b>	<b>32.156</b>	<b>24.469</b>	<b>23.925</b>	<b>32.214</b>							
Financiamento Bancário	948.411	0	379.364	569.047															
Rendas	6.368.554			0	114.840	148.373	159.306	162.492	157.455	169.057	172.438	175.887	170.434	182.993	186.652	190.385	184.484		277.356
Mais Valias	0																		
<b>Total de Origens</b>	<b>7.916.879</b>	<b>7.841</b>	<b>525.630</b>	<b>769.262</b>	<b>174.087</b>	<b>169.979</b>	<b>185.616</b>	<b>188.157</b>	<b>189.611</b>	<b>193.526</b>	<b>196.363</b>	<b>208.101</b>	<b>170.434</b>	<b>182.993</b>	<b>186.652</b>	<b>190.385</b>	<b>184.484</b>		<b>277.356</b>
<b>aplicações de fundos</b>																			
Investimentos em Reabilitação	1.238.190	3.148	514.250	720.792															
Melhoramentos	65.620				0	0	0	0	0	0	0	8.794	0	0	0	0	0	0	0
Despesas Operacionais Fixas	845.708	4.693	0	1.049	17.139	17.460	17.788	18.123	18.464	18.812	19.167	19.529	19.899	20.275	26.646	27.038	27.438		36.170
Despesas Operacionais Variáveis	25.227	0	0	0	10.208	2.603	0	0	1.381	0	0	0	1.495	0	0	0	1.618		0
Impostos	1.174.556	0	0	0	3.176	21.088	23.294	23.026	27.974	30.456	33.037	32.903	36.528	35.809	36.695	34.596			57.021
Prestações Bancárias (juros e Amortiz.)	1.232.721	0	11.381	47.421	146.740	146.740	146.740	146.740	146.740	146.740	146.740	146.740	0	0	0	0	0		0
<b>Total de Aplicações</b>	<b>4.582.024</b>	<b>7.841</b>	<b>525.630</b>	<b>769.262</b>	<b>174.087</b>	<b>169.979</b>	<b>185.616</b>	<b>188.157</b>	<b>189.611</b>	<b>193.526</b>	<b>196.363</b>	<b>208.101</b>	<b>54.297</b>	<b>56.803</b>	<b>62.455</b>	<b>63.733</b>	<b>63.652</b>		<b>93.191</b>
<b>SALDO ANUAL</b>	<b>3.334.855</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>116.137</b>	<b>126.190</b>	<b>124.197</b>	<b>126.652</b>	<b>120.832</b>		<b>184.165</b>
<b>Saldo acumulado</b>			<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>116.137</b>	<b>242.326</b>	<b>366.524</b>	<b>493.176</b>	<b>614.008</b>		<b>3.334.855</b>