



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO

GESTÃO E AVALIAÇÃO IMOBILIÁRIA

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**ESTUDO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
DE ARRENDAMENTO HABITACIONAL (FIAH) E ANÁLISE
DOS SEUS OBJETIVOS**

ANDRÉ FRANCISCO GOMES RIBEIRO

SETEMBRO - 2013

MESTRADO EM
GESTÃO E AVALIAÇÃO IMOBILIÁRIA

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**ESTUDO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
DE ARRENDAMENTO HABITACIONAL (FIIAH) E ANÁLISE
DOS SEUS OBJETIVOS**

ANDRÉ FRANCISCO GOMES RIBEIRO

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR AMARO LAIA

SETEMBRO - 2013

Resumo

Os Fundos de Investimento Imobiliário de Arrendamento Habitacional (FIIAH) surgiram em 2009 em Portugal como resposta ao rápido aumento do crédito mal parado na habitação, à necessidade de dinamizar o mercado de arrendamento habitacional e ainda como apoio às famílias que se encontravam em dificuldades para cumprir as suas obrigações financeiras no que respeita aos empréstimos à habitação.

Assim, este trabalho tem como propósito principal aferir o modo como os três objetivos propostos para os FIIAH estão a ser alcançados, e perceber quais as melhorias a implementar de modo a melhorar o cumprimento dos respetivos objetivos. Para tal, foram efetuados dois questionários às sociedades gestoras e diversos especialistas no sector, analisados os Relatórios e Contas dos diversos FIIAHs existentes ao longo de 4 anos (2009 – 2012) e foi ainda estudada diversa bibliografia relevante sobre o tema bem como artigos publicados em jornais e revistas do sector.

Constata-se que, dos objetivos que os FIIAH pretendem alcançar, apenas um - a limpeza dos ativos imobiliários residenciais do balanço dos bancos - está a ser cumprido de forma eficaz, ficando os dois restantes objetivos aquém do esperado.

O estudo deste tema destaca-se, uma vez que o período para a constituição dos FIIAH termina a 31 de dezembro de 2013 e pelo facto de terem sido constituídos poucos fundos deste tipo, estando praticamente todos os existentes associados à banca.

Palavras Chave: FIIAH, Arrendamento Habitacional, Imobiliário

Abstract

The Residential Real Estate Investment Funds - Fundos de Investimento Imobiliário de Arrendamento Habitacional (FIIAH) came out in 2009 as a response to the prompt increase of the bad credit, to the necessity to dinamize the rental residential market and also as to support the families struggling to pay their financial obligations and housefunding credits towards bank institutions.

Therefore, this work's main purpose is to assess to what degree are the three proposed objectives for the FIIAH being achieved and suggest changes to implement as to improve the performance of its respective goals. To this end, two questionnaires were made to real estate management companies and various experts in the sector, annual reports and accounts of the various existing FIIAHs - over 4 years (2009-2012) - analyzed and studied diverse yet relevant literature on the subject, as well as articles published in newspapers and magazines of the sector.

It appears that from the goals the FIIAH's aim to achieve, only one - the cleaning of residential real estate assets from banks' balance sheets - is being met effectively, leaving the remaining two goals far from the expected results.

This theme's study stands out, since the time to form the FIIAH ends December 31, 2013 and for the fact that few funds of this type have been constituted so far, with almost all of the being existing associated with banking.

Key words: FIIAH, Housing Market, Real Estate

Índice Geral

Resumo	iii
Abstract	iv
Índice Geral	v
Índice de Figuras e Quadros	vi
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura.....	4
2.1 Análise do mercado de arrendamento em Portugal	4
2.2 Caracterização dos FIIAH.....	9
2.3 REITs nos EUA e Reino Unido	12
3. Metodologia e Dados	16
3.1 Estudo dos FIIAH's existentes	17
3.2 Questionário sobre os FIIAH	24
4. Conclusões	29
5. Referências Bibliográficas.....	33
5. ANEXOS	I

Índice de Figuras e Quadros

Figura 1 – População proprietária de alojamento familiar de residência habitual (em %), 2011, Fonte: Eurostat	6
Figura 2 – Distribuição dos alojamentos familiares clássicos de residência habitual com encargos por compra ocupados pelos proprietários por escalão de encargos por compra. Fonte: INE 2011	7
Figura 3 – Evolução do valor das UP dos FIIAH de 2009 a 2012, Fonte: CMVM, análise do autor.....	20
Figura 4 – Evolução do número de frações habitacionais dos FIIAH. Fonte: CMVM, análise do autor.....	23
Quadro 1 - Proporção de alojamentos clássicos arrendados ou subarrendados (%) por localização geográfica; Fonte: INE, 2011 Censos - séries históricas.....	5
Quadro 2 – Resumo dos volumes geridos por categoria de fundo e respetiva percentagem Fontes: CMVM e APFIPP.....	17
Quadro 3 – Caracterização do início de cada FIIAH. Fonte CMVM, Relatórios e Contas.....	18
Quadro 4 - Valor Líquido Global (VLG) dos FIIAH existentes. Análise do autor.....	18
Quadro 5 – Relação entre frações entregues à banca e aquisições dos FIIAH. Fonte: APEMIP, CMVM, análise do autor	19
Quadro 6 - Resultados Líquidos dos fundos de 2009 a 2012. Fonte :Relatórios e Contas.....	21
Quadro 7 - Rentabilidade anual dos FIIAH. Fonte: Relatórios e Contas, análise do autor.....	22

Quadro 8 - Número de frações dos FIIAH e incremento anual do total em %. Fonte: CMVM, análise do autor	22
Quadro 9 - Percentagem de ocupação. Fonte: CMVM, análise do autor	24
Quadro 10 - Fonte: inquérito, análise do autor	27
Quadro 11 - Fonte: Inquérito, análise do autor	27
Quadro 12 - Fonte: Inquérito, análise do autor	28
Quadro 13 - Fonte: inquérito, análise do autor	28

1. Introdução

O presente trabalho final de mestrado (TFM) foi desenvolvido no âmbito do Mestrado em Gestão e Avaliação Imobiliária do Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG) e pretende analisar o modo como os Fundos de Investimento Imobiliário de Arrendamento Habitacional (FIIAH) têm atingido os objetivos que estão na base na sua concepção, nomeadamente a dinamização do mercado de arrendamento, a limpeza dos ativos imobiliários residenciais do balanço dos bancos e o apoio a famílias com dificuldades em cumprir os seus encargos financeiros.

A relevância deste tema destaca-se uma vez que o regime especial aplicado aos FIIAH iniciou-se há 4 anos em 2009, e, no final de 2013, termina o prazo para a constituição deste tipo de veículo de investimento com importantes benefícios fiscais, para mais não foi encontrado nenhum estudo sobre cumprimento dos objetivos deste fundos. Assim, no contexto da atual crise económica e financeira e dada a necessidade básica da habitação, revela-se estimulante analisar se os objetivos dos FIIAH estão a ser cumpridos e de que modo.

Como é sabido no decorrer das duas últimas décadas do século XX e de metade da primeira década do século XXI o mercado de habitação em Portugal sofreu alterações significativas, quer ao nível da procura, com o aumento do rendimento das famílias, a descida das taxas de juro na UE, a melhoria substancial das condições de crédito para aquisição de habitação e consideráveis de incentivos fiscais, quer ao nível da oferta, com o crescimento de empresa de construção e promotores imobiliárias, entrada de novas empresas estrangeiras no mercado imobiliário nacional, aumento do número de fogos construídos, entre outros. Todos os fatores mencionados anteriormente levaram

a uma crescente dinâmica da compra e venda de habitação própria em detrimento do mercado de arrendamento, o qual já sofria de problemas do lado da oferta dada a falta de soluções para o congelamento das rendas e de uma legislação bastante protecionista do arrendatário. Esta dinâmica é comprovada pelo número de crescente de proprietários de 57% em 1981 para 73% em 2011, tendo atingido um valor máximo em 2001 com 76% dos alojamentos familiares ocupados pelo proprietário (INE, 2011).

Porém, após os resultados atingidos durante o final do século XX e início do século XXI o sector da construção tem vindo a reduzir drasticamente a sua atividade nos últimos anos, consequência da crise imobiliária que se fez sentir a nível mundial e posteriormente a crise económica e financeira que se faz sentir na Europa e particularmente nos países do sul como Portugal. Assim, com especial atenção a partir de 2008, e tendo em conta o aumento do desemprego e a consequente diminuição do poder de compra começaram a existir fortes dificuldades no cumprimento das obrigações financeiras adquiridas pelas famílias. O incumprimento dos créditos contraídos por parte das famílias revelou-se um fator significativo na sociedade portuguesa com especial atenção para o crédito à habitação, dado que este é contraído com valores mais elevados e por um período alargado de tempo.

Devido ao incumprimento do crédito à habitação o número de imóveis entregues à banca, por incapacidade das famílias pagarem o empréstimo, aumentou drasticamente obrigando o governo a tomar medidas imediatas. Deste modo, na proposta do Orçamento de Estado para 2009 foi apresentado o regime especial aplicável aos Fundos de Investimento Imobiliário de Arrendamento Habitacional (FIIAH), cuja constituição, funcionamento e a comercialização das respetivas unidades de participação rege-se pelo disposto no Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário.

Salienta-se desde já que o sucesso dos FIIAH poderá depender, em grande parte, de uma mudança na concepção portuguesa de habitação permanente, já que, tradicionalmente, as famílias portuguesas optam maioritariamente pela compra da sua habitação permanente e não pelo arrendamento. Para essa mudança poderão contribuir as dificuldades acrescidas em obter financiamento junto da banca, a maior dificuldade no cumprimento das condições de financiamento existentes no contexto da crise económica atual e a necessidade de mobilização e flexibilização das famílias, uma vez num contexto económico com elevada taxa de desemprego e havendo a necessidade de uma mudança de local de trabalho, será mais fácil para uma família proceder a esta mudança quando é inquilina da fração onde habita.

Na seção 2 deste trabalho pretende-se resumir a informação já existente sobre o mercado da habitação em Portugal, em particular sobre o arrendamento, fazendo breves comparações com outros países Europeus, bem como o resumo de estudos internacionais já elaborados sobre os fundos imobiliários residenciais, as suas vantagens e desvantagens e as conclusões encontradas.

Na seção 3 será explicada a metodologia utilizada, serão resumidos os dados obtidos através dos relatórios e contas dos FIIAH, serão ainda apresentados os questionários feitos os gestores dos FIIAH, bem como a especialistas do sector imobiliário, a empresas consultoras e investidores privados, posteriormente as respostas serão analisadas e realçadas as mais relevantes.

Posteriormente na seção 4 serão evidenciadas as principais conclusões obtidas com este estudo e apresentados possíveis desenvolvimentos futuros no âmbito deste trabalho.

2. Revisão da Literatura

2.1 Análise do mercado de arrendamento em Portugal

A dinamização do mercado de arrendamento é considerada um elemento fundamental de competitividade dos territórios (Mateus et al, 2011). O mercado de arrendamento em Portugal tem uma expressão muito reduzida justificada principalmente por uma procura muito diminuta, resultante das facilidades proporcionadas nas últimas décadas pelo crédito à aquisição de habitação própria. Neste contexto destaca-se que os proprietários com encargos associados à compra de habitação aumentaram 48% na última década, representando já 43% do total de proprietários em 2011 (INE, 2011). Paralelamente, a oferta de casas para arrendar teve uma forte redução, motivada pela pouca atratividade do investimento neste segmento de mercado, determinado pela rigidez do sistema de arrendamento, pela legislação muito favorável ao inquilino e pelo congelamento das rendas, que se mantiveram até meados da década de 80. Contudo, admite-se que, ainda na segunda metade da década passada, se tenha verificado alguma inversão nesta trajetória no sentido de menor relevância da aquisição de habitação própria devido às restrições ao crédito, ao aumento das taxas de juro, ao endividamento das famílias e ao aumento do desemprego, criando oportunidades para o desenvolvimento do mercado de arrendamento (Mateus et al., 2011).

Os dados relativos à proporção entre os alojamentos ocupados em regime de arrendamento e os ocupados pelos proprietários como residência própria testemunham claramente a baixa expressão do arrendamento. No quadro seguinte mostra-se a proporção acima referida para o ano de 1991, 2001 e 2011. Destaca-se a zona de Lisboa como tendo maior proporção de alojamentos arrendados, sendo no entanto de realçar a sua diminuição de 40,29% em 1991 para 28,21% em 2011.

Localização geográfica	Período de referência dos dados		
	2011	2001	1991
	%	%	%
Portugal	21,22	20,85	27,54
Continente	21,46	21,17	27,98
Norte	21,39	22,25	29,64
Centro	13,85	12,22	15,14
Lisboa	28,21	29,44	40,29
Alentejo	17,86	15,28	21,25
Algarve	23,49	19,63	23,47
Região Autónoma dos Açores	15,04	10,55	13,13
Região Autónoma da Madeira	16,65	15,61	21,44

Quadro 1 - Proporção de alojamentos clássicos arrendados ou subarrendados (%) por localização geográfica; Fonte: INE, 2011 Censos - séries históricas

Relativamente à habitação própria, em 2011, cerca de 73% dos alojamentos familiares de residência habitual eram ocupados pelos proprietários, sendo os restantes 6% associados a outras situações de ocupação como cedências gratuitas do alojamento ou outros. Como se observa pela figura seguinte, no que respeita ao valor percentual da média Europeia de proprietários de alojamento familiar de habitação própria este atinge de 71%, no entanto, se considerarmos apenas os países da Zona Euro este valor desce para 68%. Embora não muito distante da média, Portugal encontra-se com uma percentagem de proprietário acima da média da zona euro e da UE. Na figura seguinte mostra-se a percentagem de proprietários de habitação familiar de residência habitual, em 2011, para o conjunto dos países Europeus onde se destacam a Alemanha e a Áustria com percentagens de proprietários próximas de 54% e 58% respetivamente.

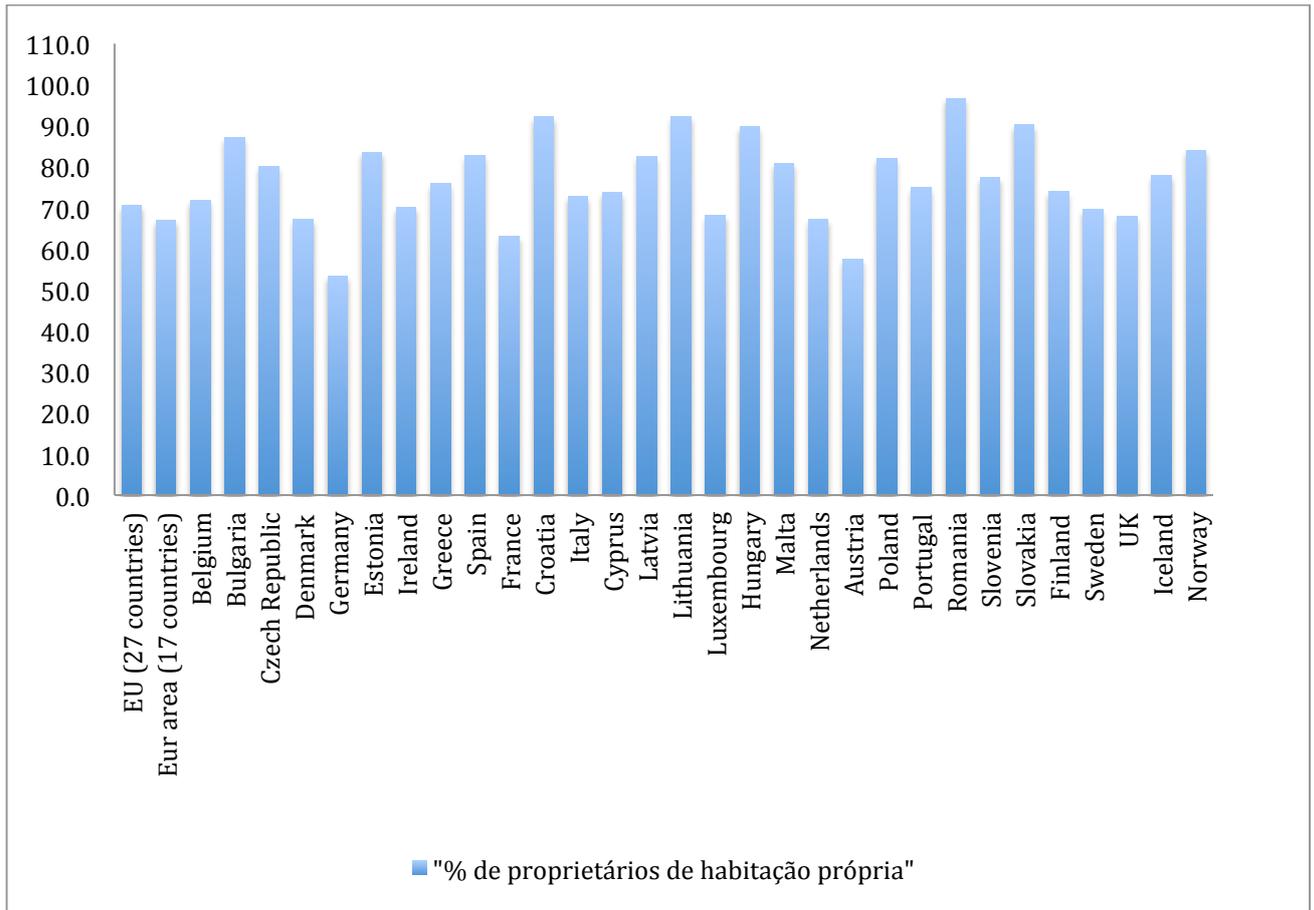


Figura 1 - População proprietária de alojamento familiar de residência habitual (em %), 2011, Fonte: Eurostat

Da observação da figura anterior percebe-se que em toda a Europa um traço comum é o acesso à propriedade da habitação própria. Esta característica é mais evidente nos países do sul da Europa e em Portugal marcou a evolução social e económica nas ultima décadas, como anteriormente foi referido. Os países do norte da Europa, e considerados mais ricos, têm uma percentagem de proprietários abaixo da média europeia, são estes: Dinamarca, Alemanha, França, Luxemburgo, Holanda, Áustria, Suécia e Reino Unido.

Pode assim, de certo modo, considerar-se que o mercado de arrendamento dinamiza a competitividade dos territórios e tem uma relação direta com a evolução económica e social dos países.

Esta elevada percentagem de proprietários de habitação própria foi atingida dada a profunda transformação que existiu, nas décadas passadas, das condições de acesso ao crédito bancário, no sentido da diminuição do custo do crédito e da flexibilização de todo o processo. O indivíduo que se confronta com uma renda de mercado quase tão elevada quanto o encargo financeiro detido junto de um banco e ainda com evidentes benefícios e fiscais, opta claramente por considerar mais vantajosa a compra de habitação própria em prejuízo do arrendamento.

No que concerne à compra de habitação importa referir que os proprietários com encargos associadas à compra de habitação aumentaram 48% na última década, representado 43% do total de proprietários em 2011. É de realçar que em ambos os anos, o valor médio das rendas fica aquém do valor médio dos encargos mensais com habitação própria que aumentou cerca de 104 Euros, passando de 291 em 2001 para 395 Euros em 2011, representado um aumento de 36%. No gráfico seguinte mostra-se a distribuição dos alojamentos clássicos familiares com encargos por compra ocupados pelo proprietário por escalões de valor do respetivo encargo. Salienta-se deste gráfico que cerca de 51% dos alojamentos estão associados a encargos entre 250 e 500 Euros (INE, 2011).

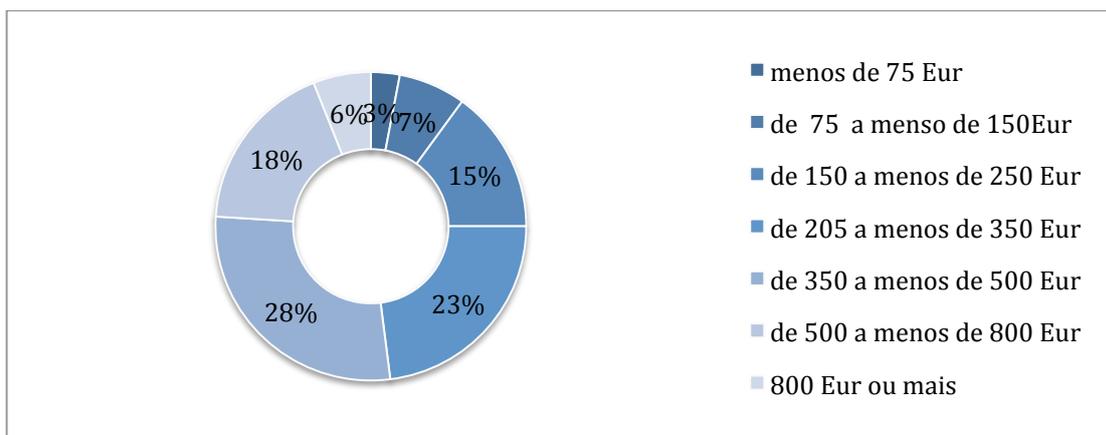


Figura 2 – Distribuição dos alojamentos familiares clássicos de residência habitual com encargos por compra ocupados pelos proprietários por escalão de encargos por compra. Fonte: INE 2011

Importa referir que no que respeita a encargos com a compra de habitação própria terá ainda que ser tido em conta os encargos com condomínios e seguros que acrescem à prestação mensal do empréstimo à habitação.

Em relação ao arrendamento Portugal, dos cerca de 21% das frações arrendadas à data de 2011, o valor médio mensal das rendas de habitação era de 235 Euros, refletindo um acréscimo de 112 Euros face ao valor médio que havia sido apurado no recenseamento de 2001, representando um aumento de 91%. No entanto importa diferenciar que para os contratos de arrendamento anteriores a 1975 o valor médio das rendas mensais fica aquém de 100 Euros enquanto que para os contratos mais recentes, entre 2006 e 2011, o valor médio mensal das rendas ultrapassa os 290 Euros (INE, 2011), assim tendo em conta a existência de um período alargado de tempo com rendas congeladas, e que embora tenha aumentado nos últimos anos ainda não se encontram ao valor de mercado, será mais correto considerar um valor médio de renda mensal para Portugal próximo dos 290 Euros.

Embora o valor médio das rendas tenha aumentado mais que os encargos por compra de habitação própria isto não significa que o valor de mercado das rendas de frações habitacionais tenham aumentado com o mesmo grau de significância uma vez que para o cálculo do aumento do valor médio das rendas temos que considerar que houve a resolução de contratos antigos (anteriores a 1985) e posteriormente a celebração de contratos com rendas atuais, aumentando deste modo o valor médio da renda.

Já no que respeita à qualidade da habitação e respetivas infraestruturas, de acordo com o Retrato Territorial de Portugal 2011, pode dizer-se que a década de 2001-2011 caracterizou-se pela manutenção de um excedente de alojamentos na generalidade do território nacional e simultaneamente pela melhoria da qualidade da habitação. Não

obstante, verificou-se um diferencial entre a qualidade dos alojamentos arrendados e os alojamentos ocupados pelo proprietário, indicando a existência de oportunidades para a reabilitação das habitações e conseqüente dinamização do mercado de arrendamento. Logicamente o valor médio das rendas apresenta uma associação negativa com as necessidades de reparação da habitação.

2.2 Caracterização dos FIIAH

No que respeita a literatura existente sobre os FIIAH em Portugal é pertinente realçar que grande parte desta se resume ao enquadramento legal e à constituição dos respetivos fundos, bem como algumas considerações teóricas sobre as suas vantagens, desvantagens e os objetivos que se pretende que estes fundos alcancem, pelo que não foi encontrado um estudo aprofundado sobre os FIIAH e os resultados da sua implementação em Portugal, deixando assim uma margem para a realização do mesmo.

Assim, salienta-se o regime especial aplicável aos fundos de investimento imobiliário para arrendamento habitacional e às sociedades de investimento imobiliário para arrendamento habitacional regido pela Lei 64-A/2008, de 31 de dezembro. Esta Lei tem como propósito permitir que as famílias que se encontram em dificuldades financeiras para cumprirem as suas obrigações perante a banca no que respeita ao crédito da habitação, efetuem a conversão das respetivas prestações numa renda mensal, sendo que se espera que essa renda seja inferior ao valor da prestação, deixando ainda de ter custos com o condomínio, seguros do imóvel e IMI. Resumidamente o que sucede é que os atuais proprietários alienam os seus imóveis ao FIIAH (ao valor de mercado ou ao valor do capital em dívida) e simultaneamente celebram um contrato de arrendamento com o referido fundo, alterando desta forma o seu status contratual, uma vez que se transformarão em arrendatários. Passando

assim de proprietários a arrendatários do mesmo imóvel, numa espécie de sale and lease back (Primaz, 2008). Os novos arrendatários ficam com a opção de compra do próprio imóvel até 31 de dezembro de 2020, opção esta que está condicionada ao cumprimento do pagamento da renda. Assim, através deste veículo o Governo pretende apoiar as famílias com dificuldade em pagar as prestações do crédito à habitação e criar um estímulo adicional ao arrendamento residencial. No que respeita à banca, estes fundos constituem uma ferramenta importante para ajudar à resolução do crédito malparado.

Contudo, enquanto as taxas de juro se mantiverem baixas e as rendas de mercado altas, não é vantajoso para as famílias passarem de proprietário a inquilino, pois o mais provável é que a renda que pagariam seja manifestamente superior à prestação do crédito à habitação (CBRE, 2011), ou muito próxima deste valor.

No que respeita à estrutura dos FIIAH estes devem ser constituídos como fundos imobiliários fechados de subscrição pública ou particular, sendo que caso seja pública o fundo deve ter, pelo menos, 100 participantes cuja participação individual não sejam superior a 20% do total do ativo do fundo. Após o primeiro ano de atividade o valor de ativo do fundo deve ser no mínimo de 10 Milhões de Euros. Estipula-se também que pelo menos 75% do seu ativo deve ser composto por imóveis, sites em Portugal, destinados a arrendamento para habitação permanente, valor que deve ser respeitado após dois anos da constituição do fundo. A opção de recompra do imóvel pode ser efetuada até 2020 e a qualquer momento como um pré aviso de 90 dias, sendo que se for efetuada até 2 anos após a entrada do imóvel no fundo acrescem ao valor de alienação os custos de avaliação, transmissão e de registo.

Os resultados referentes às unidades de participação são distribuídos com uma periodicidade mínima anual e em montante não inferior a 85% dos resultados líquidos do fundo.

No que respeita ao regime fiscal do fundo, estão previstas diversas isenções para os fundos criados entre 1 de janeiro de 2009 e 31 de dezembro de 2013, entre as quais se destacam a isenção de IRC e IRS para os rendimentos oriundos das unidades de participação (UP) dos FIIAH, com exceção das mais-valias obtidas através da alienação das UP's, isenção de IRS sobre as mais-valias resultantes da transmissão de imóveis destinados à habitação própria a favor dos fundos de investimento que se convertam em imóveis arrendados, isenção de IMI dos prédios urbanos destinados à habitação permanente que integrem o património do fundo, isenção de IMT quando se tratar de aquisições de prédios urbanos destinados ao arrendamento para habitação permanente pelos Fundos, assim como quando ocorrer o exercício de opção de compra por parte dos arrendatários, isenção de imposto de selo de todos os atos praticados relacionados com a transmissão dos prédios urbanos destinados à habitação permanente que ocorra por força da conversão do direito de propriedade num direito de arrendamento e isenção das taxas de supervisão das entidades gestoras dos FIIAHs.

Assim a política de investimento de um FIIAH caracteriza-se pela sua especialização sectorial, na medida em que, 75% do seu ativo será composto por imóveis destinados a arrendamento para habitação permanente sites em Portugal.

Este é um mecanismo que visa proporcionar às famílias com dificuldades em cumprir as suas obrigações financeiras, a possibilidade de recorrerem à venda do seu imóvel ao FIIAH e simultaneamente tornarem-se seus arrendatários mediante rendas abaixo da prestação de crédito. Por outro lado pretende-se também dinamizar o mercado de

arrendamento habitacional que se encontra em níveis baixos comparativamente a outros países europeus como por exemplo a Áustria ou Alemanha onde o mercado de arrendamento representa mais de 40% (UEPC – União Europeia de Construtores e Promotores).

2.3 REITs nos EUA e Reino Unido

No contexto internacional os REITs dominam o investimento indireto no mercado imobiliário, nesse sentido resume-se de seguida a implementação destes veículos nos EUA e Reino Unido bem como as principais vantagens e benefícios lhes estão associados .

Relativamente a políticas de fundos imobiliários residenciais ou outros os EUA foram pioneiros com a introdução dos *Real Estate Investment Trusts* (REIT) que foram criados pelo Congresso em 1960 com o propósito de tornar o investimento imobiliário uma opção para os pequenos investidores. Assim, através deste veículo os pequenos investidores poderiam obter vantagens como a diversificação do risco, benefícios de consultoria profissional, capacidade de investimento em grandes projetos imobiliários que de outro modo não tinham acesso e vantagens fiscais tal como grandes investidores. Na sua criação os fatores chave dos REITs eram a elevada proporção de distribuição de dividendos aos acionistas, a gestão externa que mais tarde viria a ser alterada permitindo assim a gestão interna, a predominância de ativos imobiliários nas carteiras e os rendimentos serem, na sua maioria, provenientes do imobiliário.

Nos primeiros anos de atividade os REIT encontraram diversas dificuldades, que resultaram principalmente do elevado endividamento, da contratação de consultores externos, da falta de gestão interna dos ativos, do reduzido tamanho e a falta de capacidade em criar valor através da gestão de propriedades (Ball, Glascock, 2005).

Apenas em 1986 foi observado um significativo crescimento dos REITs resultado de diversas alterações legislativas, em particular na capacidade de gestão interna. A acrescentar às alterações legislativas o nível de endividamento passou para cerca de 50% em vez dos típicos 70% na década de 70. Posteriormente na década de 90 assistiu-se a um crescimento significativo do número de REITs em atividade passando de 87 em 1991/1992 para 146 em 2002/2003 tendo sido atingido um pico em 1997 com 174 REITs existentes (NAREIT), no entanto é de realçar que a maior parte dos ativos dos REITs são constituídos por edifícios de escritório ou industriais, sendo a sua importância a nível residencial reduzida (Ball, Glascock, 2005).

Da experiência passada pode reter-se que os REITs proporcionam diversas vantagens aos investidores, tais como (Peterson, 2004):

- Acesso indireto ao investimento imobiliário, onde os participantes podem investir num portefólio gerido profissionalmente.
- Transparência fiscal, os REIT estão isentos de impostos, desde que cumpram diversas obrigações previstas por lei.
- Regime de dividendo, os REIT estão obrigados a pagar dividendos anualmente na quase totalidade dos seus resultados.
- Volatilidade baixa, historicamente os REIT tendem a ser menos voláteis que outros produtos alternativos como as ações.
- Liquidez, os títulos são transacionáveis em bolsa e portanto facilmente se compram e vendem ações dos REIT.

Em resumo, os REITs têm demonstrado, ao longo do tempo, proporcionar um rendimento através do dividendo combinado com a valorização do preço das ações, assim como proteção contra a inflação e prudente diversificação para os investidores.

Estudos anteriores sugerem que os principais fatores de sucesso dos REITs são os seguintes: gestão interna, dividendos elevados e foco na sua atividade. Capozza e Seguin (1999) mostraram que as empresas com consultores e gestão externa estão associadas a altos custos de agência bem como a resultados inferiores comparativamente às empresas com gestão interna. Embora inicialmente os REITs tenham surgido com gestão externa, hoje em dia, com a alteração da legislação a maior apresenta uma gestão interna. Ainda segundo Capozza e Seguin (1999) os REITs deveriam implementar uma estratégia com foco num tipo de propriedades em particular de modo a serem especialistas nesse sector em vez de uma estratégia de diversificação, assim os REITs seriam mais transparentes para os investidores e estes conseguiriam avaliar os REITs de modo mais correto para perceberem se é este tipo de investimento que pretendem fazer. É de realçar que este resultado advém de um estudo entre 1985 e 1992 pelo que atualmente poder-se-á considerar a necessidade de um novo estudo de modo a garantir que o foco no sector ainda se mantém como fator de sucesso de um REIT. A distribuição de cerca de 90% dos resultados mostra-se um fator importante uma vez torna os REITs atrativos para os investidores que procuram um rendimento estável. Por outro lado existem estudos (Lizieri, 2004) que referem a que a elevada distribuição dos resultados pelos acionistas pode provocar uma deterioração dos edifícios por falta de investimento. Associados a estes 3 fatores chave está também o nível de endividamento que, em geral, nos EUA se situa entre os 40 e 50% da estrutura de capital, este endividamento resulta em parte da necessidade de financiamento de novos projetos dado existir a obrigatoriedade de distribuição de 90% dos resultados líquidos (Ball, Glascock, 2005).

No Reino Unido a introdução de veículos de investimento imobiliário tinha como objetivo melhorar a qualidade e quantidade de financiamento dos diversos sectores imobiliários de modo a promover estabilidade e também flexibilidade tanto para os

investidores como para os utilizadores. Assim pretendia-se uma mudança no mercado imobiliário de modo a reduzir os custos e a aumentar o profissionalismo e a eficiência dos diversos sectores, em particular o comercial e o residencial.

Inicialmente, de modo a atrair as instituições financeiras para o arrendamento residencial e de forma a aumentar a escala, o profissionalismo e a reputação deste sector, foram introduzidos em 1996 os *Housing Investment Trusts* (HIT), também com o objetivo providenciar um veículo de investimento atrativo para as instituições financeiras investirem neste sector (Crook, Kemp,2002). No entanto tornou-se evidente que as instituições financeiras concluíram que os HITs não representavam uma oportunidade de investimento atrativa (Crook, Kemp,1999).

O insucesso dos HITs deveu-se a diversos fatores sendo que os principais são a falta de completa transparência fiscal tornado os HITs menos atrativos do que o investimento direto em propriedades e, por outro lado, existirem limites para os valores máximos para aquisição de propriedades e estes serem considerados relativamente baixos para o Reino Unido, nomeadamente em Londres. As instituições consideravam que um portefólio misto seria o mais indicado de modo a que as propriedades de maior valor compensassem as de menor, e tendo em conta o teto existente para o valor de aquisição das propriedades o objetivo pretendido de alcançar um portefólio misto e equilibrado tornava-se muito difícil . Outro fator que determinou o insucesso dos HITs foi a exigência de que estes iniciassem a sua atividade com ativos em capital e posteriormente investissem esse dinheiro na aquisição de propriedades no período de 2 anos até perfazer pelo menos 30 milhões de libras, fato que prejudicaria a prudente aquisição de um portefólio adequado e seguro. Deste modo as instituições sentiam que a estrutura dos HITs era demasiado complicada e com muitas restrições. A visão geral que se obtinha sobre os HITs era que estes geravam um

retorno baixo tendo em conta o risco e a liquidez comparativamente com o retorno de outros sectores no mercado de arrendamento. (Crook, Kemp, e 2002).

Com o fracasso da implementação deste veículo no Reino Unido verificou-se a necessidade de estabelecer um novo modelo para o investimento imobiliário. Assim, a partir de 2004 começaram os estudos para o estabelecimento de um novo veículo de investimento, os *Property Investments Funds* (PIF) que mais tarde também adotam o nome de REIT, tal como nos EUA. Este veículo iniciou a sua atividade no Reino Unido em 2007 sendo de imediato convertidas para REITs nove empresas de propriedades. Atualmente existem no Reino Unido 27 REITs, na sua maioria com edifícios comerciais, industriais e de escritórios, totalizando o valor de 28.495 Milhões de Libras, (Reita, 2013). Na generalidade, na sua génese, os REITs no Reino Unido foram inspirados nos existentes nos EUA e por isso são equivalentes aos aí existentes em termos de estrutura das empresas, liquidez, transparência fiscal e das regras de distribuição de dividendos, apresentado assim as mesmas vantagens para os investidores que os REITs nos EUA.

3. Metodologia e Dados

Uma vez que a informação disponível sobre os FIIAH é muito reduzida a nível de estudos já efetuados, este trabalho irá socorrer-se de dados obtidos através dos relatórios e contas dos fundos bem como de respostas dadas aos questionários enviados às sociedades gestoras dos FIIAH, especialistas do sector e empresas consultoras.

Deste modo serão primeiramente analisados os relatórios e contas de 2009 a 2012 dos FIIAH que iniciaram a atividade até dezembro de 2012, elaborados comentários e quadros resumo que irão caracterizar a evolução dos FIIAH nos 4 anos de atividade

de modo a compreender se este tipo de fundos está a ter uma evolução positiva. Seguidamente serão apresentadas e interpretadas as respostas aos questionários elaborados. Os questionários apresentam-se no Anexo 1 e 2 e têm como objetivo perceber de que modo estão a ser alcançados os objetivos propostos na constituição dos FIIAH, bem como quais as alterações necessárias de modo a melhorar o observância dos mesmos objetivos.

3.1 Estudo dos FIIAH's existentes

À data de 31 de Maio de 2013 existem registados na CMVM 255 fundos de investimento imobiliário com um volume de 11.501,6 Milhões de Euros dos quais 9 são fundos de investimento imobiliário para arrendamento habitacional, totalizando estes, a 31 de Maio de 2013, um volume de 634,6 Milhões de Euros. São os FIIAH que em 2013 registam um maior crescimento em termos percentuais de volume gerido, acumulando já 5,5% do total de todos os fundos de investimento imobiliário.

Categoria do Fundo	Milhões Euros	Quota
F. Fechado	€6,379.80	55.5%
F. Aberto Acumulação	€2,298.70	20.0%
F. Aberto Rendimento	€2,072.50	18.0%
F.I.I.A.H.	€634.60	5.5%
F: Reabilitação	€65.10	0.6%
F. Florestais	€50.90	0.4%
TOTAL	€11,501.60	100.0%

Quadro 2 - Resumo dos volumes geridos por categoria de fundo e respetiva percentagem Fontes: CMVM e APFIPP

De seguida enunciam-se os FIIAH existentes, em Maio de 2013, de modo a comparar as diferenças entre os diversos FIIAH no que se refere à data do início da sua atividade, montante de subscrição e respetivas UP's. De referir que apenas são estudados os fundos existentes até Dezembro de 2012, pelo que o FIIAH Cidades de Portugal, por ter iniciado a atividade em Maio de 2013, não foi considerado neste estudo. Como se verifica através do quadro 3, iniciaram a atividade em 2009, ano a partir do qual entrou em vigor a legislação especial que abrange este tipo de fundos,

cinco FIIAH's, apenas um em 2011 e dois em 2012. Dos fundos que iniciaram atividade em 2012 salienta-se o FIIAH Solução Arrendamento que tem como objetivo disponibilizar no mercado de arrendamento um conjunto de frações habitacionais, dispersas pelo País, com valores de renda até 30% inferiores aos normalmente praticados em mercado livre (Vida Judiciária, Julho/Agosto 2012) de modo a auxiliar o acesso a uma habitação condigna às famílias com maiores dificuldades económicas.

Nome do Fundo	Início de atividade	Montante Subscrição (Euros)	Quantidade de UP's	Nº Participantes
Popular Arrendamento	Novembro 2012	€25,000,000.00	250000	2
FIIAH Caixa Arrendamento	Janeiro 2009	€30,000,000.00	30000	5
FIIAH Caixa Imobiliário	Novembro 2009	€50,000,000.00	50000	1
Montepio Arrendamento	Abril 2011	€30,000,000.00	30000	1
CA Arrendamento Hab.	Outubro 2009	€50,000,000.00	500000	16
ES Arrendamento	Abril 2009	€20,000,000.00	20000	1
Banif Renda habitação	Dezembro 2009	€10,000,000.00	10000	1
Solução Arrendamento	Março 2012	€10,739,150.00	2147830	13

Quadro 3 - Caracterização do início de cada FIIAH. Fonte CMVM, Relatórios e Contas

Dos FIIAH indicados nos quadros anteriores todos são fundos imobiliários fechados constituídos por subscrição particular e dirigidos para investidores qualificados. No que respeita à sua duração todos têm uma duração inicial de 10 anos com exceção do Montepio Arrendamento que tem uma duração inicial de 9 anos. Salienta-se que todos FIIAHs têm como participantes únicos a banca.

No quadro 4 resume-se o montante global sob gestão de todos os FIIAH no final de cada ano e o respetivo incremento percentual em relação ao ano anterior.

ANO	2009	2010	2011	2012
Total VLG dos FIIAH	€159,911,763.00	€170,576,660.00	€322,100,653.00	€590,821,944.00
Incremento de volume sob gestão em %		6.67%	88.83%	83.43%

Quadro 4 - Valor Líquido Global (VLG) dos FIIAH existentes. Análise do autor

Como se verifica, a 31 de Dezembro de 2012 o VLG do total dos FIIAH ascendia a 590 Milhões de euros que comparando com os cerca de 160 Milhões de Euros no final de 2009 representa um aumento de 269%, resultado da criação de novos FIIAH em 2011

e 2012 mas também devido aos diversos aumentos de capital durante os quatro anos de atividade dos fundos que se iniciaram em 2009.

De modo a comparar a quantidade de frações adquiridas pelos FIIAH e as frações entregues à banca devido ao incumprimento das prestações do crédito à habitação, elaborou-se o quadro seguinte.

	2009	2010	2011	2012	2013	TOTAL
Nº de casas entregues à banca anualmente		5727	6500	5470	1343	19040
Nº de Frações adquiridas pelo FIIAH no ano	387	279	894	2493	168	4221
% de frações FIIAH em relação às entregues à banca		5%	14%	46%	13%	22%

Quadro 5 – Relação entre frações entregues à banca e aquisições dos FIIAH. Fonte: APEMIP, CMVM, análise do autor

Assim percebe-se que o total das frações pertencentes aos FIIAH representam 22% dos imóveis residenciais entregues à banca, este resultado mostra que a maioria dos imóveis tem outro fim que não os FIIAH, nomeadamente a venda. No ano de 2012 observa-se uma relação de 46% resultado, essencialmente, da constituição de novos FIIAH e de aumentos de capital em espécie.

O incremento no volume sob gestão, a constituição de novos FIIAH e um resultado de 22% na relação entre número de frações dos FIIAH e o número de imóveis entregues à banca pode sugerir que, à partida, este veículo funciona como uma solução encontrada para a eliminação dos ativos imobiliários residências do balanço dos bancos através da venda dos respetivos ativos aos FIIAH.

De modo a comparar a evolução entre FIIAHs, representa-se na figura seguinte a evolução do valor das UPs ao longo dos anos (2009-2012) para cada fundo. Para estabelecer a melhor comparação entre os FIIAHs no gráfico são apenas representadas as UP's dos FIIAH que iniciaram sua atividade em 2009, ano em que o regime dos FIIAH entrou em vigor.

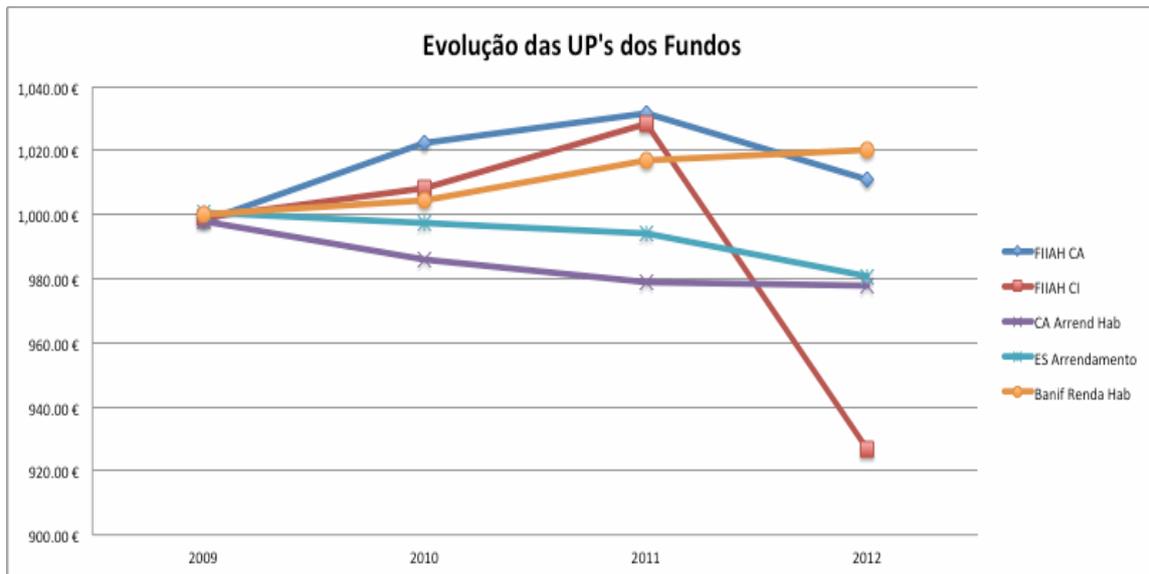


Figura 3 – Evolução do valor das UP dos FIIAH de 2009 a 2012, Fonte: CMVM, análise do autor

Da análise da figura destaca-se em particular a queda acentuada da UP do FIIAH CI no ano de 2011 devido, essencialmente, à reavaliação de imóveis nos quais se apurou uma menos-valia de cerca de 3.609.000 Euros, ainda com rentabilidade negativa apresentam-se o FIIAH CA Arrendamento habitacional e o FIIAH ES Arrendamento. Pelo lado da rentabilidade positiva encontram-se o FIIAH Banif Renda Habitação e o FIIAH Caixa Arrendamento, no caso particular do Banif Renda Habitação a sua evolução positiva ao longo dos quatro anos de atividade deve-se à pouca atividade imobiliária do fundo, uma vez que, embora o seu início tenha sido em 2009, as grandes aquisições de imóveis apenas se deram a partir de Junho de 2011, estando anteriormente o capital investido em depósitos. Já no que respeita ao FIIAH Caixa Arrendamento a gestão tem-se demonstrado eficiente e rentável pois este FIIAH, desde o seu início, tem sido gerido de acordo com os objetivos que se esperam para os fundos imobiliários, ou seja, rentabilizar os ativos imobiliários, neste caso específico os residenciais.

Nos próximos quadros representam-se os resultados líquidos de 2009 a 2012 dos FIIAH com início de atividade em 2009, os mesmos representados no anterior gráfico e a respetiva rentabilidade anual de cada fundo.

Fundo	2009	2010	2011	2012
FIIAH Caixa Arrendamento	-€64,319.00	€730,046.00	€473,007.00	-€710,391.00
FIIAH Caixa Imobiliário	-€39,780.00	€459,250.00	€1,005,963.00	-€3,872,162.00
CA Arrendamento Habitacional	-€104,969.00	-€585,642.00	-€455,985.00	-€130,722.00
ES Arrendamento	€15,410.00	-€68,708.00	-€68,500.00	-€262,522.00
Banif Renda Habitação	-€1,143.00	€47,596.00	€122,541.00	€252,487.00

Quadro 6 - Resultados Líquidos dos fundos de 2009 a 2012. Fonte :Relatórios e Contas

Dos resultados líquidos acima indicados e pela análise aos Relatórios e Contas dos FIIAH dos diversos anos à que salientar que as rubricas de maior relevo no que respeita aos proveitos e ganhos são, como seria de esperar, por um lado os rendimentos de ativos imobiliários, nomeadamente as rendas, e por outro os juros e proveitos equiparados uma vez que parte do capital dos fundos existentes está aplicado em depósitos, pelo que esta rubrica é um ponto importante nos proveitos e ganhos dos fundos. Pelo lado dos custos e perdas, salientam-se as comissões que representam sempre um montante elevado bem como as menos-valias imobiliárias resultantes da reavaliação do imóveis, esta rubrica é especialmente responsável pelo resultado obtido nos ano de 2012 para o FIIAH Caixa Arrendamento e FIIAH Caixa Imobiliário. Ainda pelo lado dos custos e perdas os custos e fornecimentos externos representam um parcela importante dado a elevada necessidade de se proceder à manutenção, reparações e obras de melhoramentos nos diversos imóveis propriedade dos fundos, sendo que é expectável que os fornecimentos externos venham a representar um custo importante à medida que os FIIAH vão aumentado o número dos seus ativos imobiliários.

Fundo	2009	2010	2011	2012
FIIAH Caixa Arrendamento	-0.21%	2.46%	0.91%	-2.03%
FIIAH Caixa Imobiliário	-0.01%	0.92%	2.00%	-9.89%
CA Arrendamento Habitacional	-0.05%	-1.17%	-0.74%	-0.13%
ES Arrendamento	0.04%	-0.34%	-0.34%	-1.32%
Banif Renda habitação	-0.00%	0.48%	1.22%	0.32%

Quadro 7 - Rentabilidade anual dos FIIAH. Fonte: Relatórios e Contas, análise do autor

Exclui-se do estudo a rentabilidade do ano de 2009 uma vez este foi o ano de início da atividade e três destes apenas iniciaram a atividade no segundo semestre do ano, pelo que não existiu um horizonte temporal suficientemente alargado para a colocação das frações no mercado de arrendamento. Da observação do quadro anterior percebe-se que os FIIAHs têm registado uma rentabilidade negativa ou muito próxima de zero. Como anteriormente foi referido a reavaliação dos imóveis tem grande importância no resultado do fundo, deste modo se percebe que no ano de 2012 dois FIIAH obtiveram rentabilidades de negativas de 2,03% e 9,89% refletindo assim a desvalorização dos ativos do fundo. Estas rentabilidades obtidas serão posteriormente comparados com as rentabilidades sugeridas nos questionários.

No próximo quadro mostram-se o número de frações pertencentes a cada FIIAH no final de cada ano de modo a avaliar o crescimento dos fundos em termos e ativos imobiliários. Na última linha representa-se o crescimento percentual do total das frações associadas aos FIIAH.

Fundo	Dez-09	Dez-10	Dez-11	Dez-12	Mai-13
Popular				185	190
FIIAH CA	281	392	898	1065	1069
FIIAH CI	12	78	260	263	281
Montepio Ar.			0	489	489
CA Ar. Habitacional	94	166	265	310	425
ES Ar.	0	29	79	81	87
Banif R. Habitacional	0	1	58	613	589
Sol. Arrendamento				1047	1091
TOTAL	387	666	1560	4053	4221
incremento % anual		72.1%	134.2%	159.8%	4.1%

Quadro 8 - Número de frações dos FIIAH e incremento anual do total em %. Fonte: CMVM, análise do autor

Como se observa o crescimento anual do número de frações habitacionais associadas aos FIIAHs é bastante significativo, tendo mesmo crescido próximo de 100% em 2010 e acima de 100% no ano de 2011 e 2012 o que revela por um lado a importância que este tipo de veículos está a ter no contexto do mercado habitacional, e, por outro lado, tendo em conta que os FIIAH existentes estão associados à banca, a relevância que os fundos têm na limpeza dos ativos imobiliários residenciais do crédito malparado.

O gráfico seguinte ilustra o crescimento do número de frações de cada FIIAH, sendo que a linha que representa o total de frações tem como escala o lado direito. Claramente se nota o crescimento dos FIIAH que em dezembro de 2009 eram constituídos por um total de 387 frações e em dezembro de 2012 já existiam 4053 frações propriedade dos FIIAH, o que representa um aumento de mais de dez vezes em três anos. É exponencial a evolução dos FIIAH entre dezembro de 2010 e dezembro de 2012, este crescimento deve-se sobretudo à constituição de novos FIIAH e ao aumento de número frações do FIIAH CA e FIIAH CI.

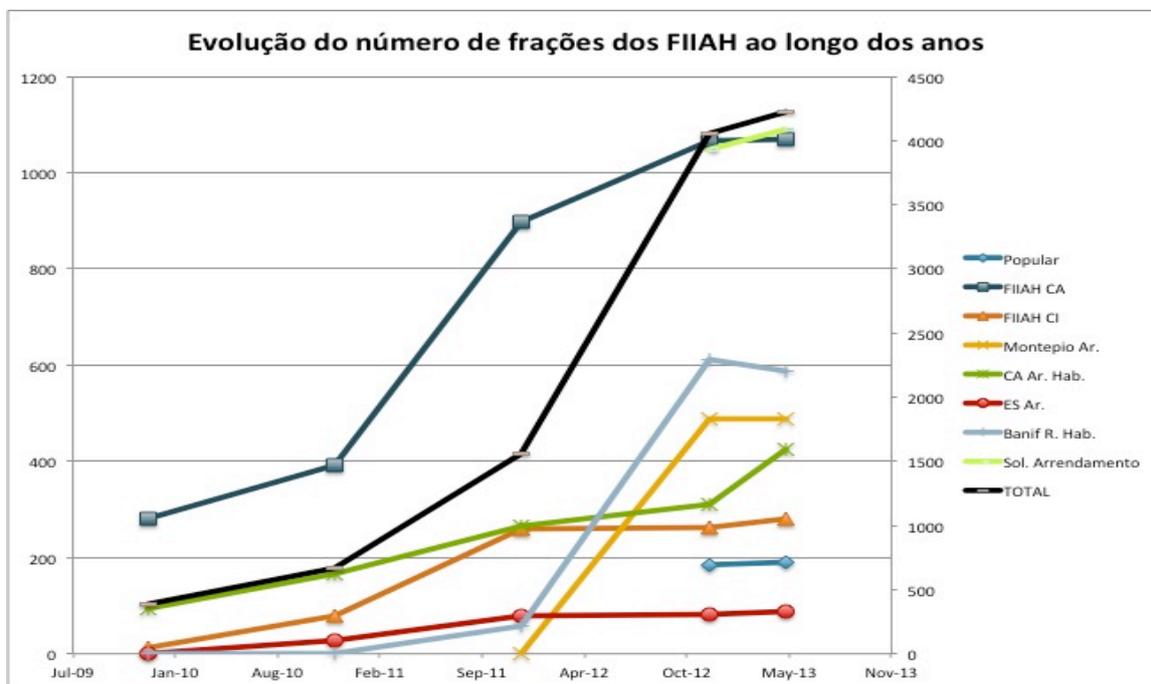


Figura 4 - Evolução do número de frações habitacionais dos FIIAH. Fonte: CMVM, análise do autor

No entanto relativamente à dinamização do mercado de arrendamento e observando o próximo quadro onde estão indicadas as percentagens de ocupação dos FIIAH este objetivo parece estar ainda aquém do esperado uma vez que as percentagens de ocupação da maioria dos FIIAH situação-se abaixo dos 50% nos diversos anos.

Fundo	Dez-09	Dez-10	Dez-11	Dez-12	Mai-13
Popular Arrendamento*				2.7%	1.6%
FIIAH Caixa Arrendamento	59.4%	86.0%	73.4%	80.1%	76.2%
FIIAH Caixa Imobiliário	0.0%	16.7%	19.6%	24.0%	18.1%
Montepio Arrendamento			0.0%	7.0%	24.1%
CA Arrendamento Habitacional	5.3%	36.7%	47.2%	53.2%	52.7%
ES Arrendamento	0.0%	100.0%	83.5%	79.0%	75.9%
Banif Renda habitação	0.0%	0.0%	13.8%	21.9%	22.9%
Solução Arrendamento**				3.4%	33.4%

Quadro 9 - Percentagem de ocupação. Fonte: CMVM, análise do autor

Do quadro acima exclui-se o fundo Popular arrendamento (*) que apenas iniciou a atividade em Novembro de 2012 e por isso o baixo nível de ocupação registado. O fundo Solução Arrendamento(**) iniciou a atividade em Março de 2012, pelo que a percentagem de ocupação também se releva relativamente baixa.

3.2 Questionário sobre os FIIAH

Dado o pouco conhecimento existente sobre este tipo de veículo em particular e a consequente falta de informação disponibilizada, foi necessário proceder a vários questionário e entrevistas de modo a reunir informação relevante sobre o assunto. No entanto poucos foram os agentes disponíveis para responder adequadamente ao solicitado, sugerindo, à partida, que esta falta de conhecimento do veículo em causa revela que este não está a ser utilizado de forma dinâmica nem está a ser equacionado pelos agentes capazes de o fazer. Assim, neste capítulo introduzem-se as respostas obtidas a um questionário enviado aos gestores dos FIIAH e a um segundo questionário que para além das sociedades gestora foi enviado a especialistas do sector e a investidores particulares. O questionário prende-se com perguntas de carácter geral sobre os FIIAH, nomeadamente as desvantagens e

vantagens deste tipo de fundo no entender do gestor, a rentabilidade esperada, a dinamização que os FIIAH proporcionaram no mercado de arrendamento, a adequação do regime especial destes fundos tendo em conta o fim a que se destinam, a possibilidade de introdução de melhorias no regime que atualmente está em vigor, o tipo de gestão do fundo, a renda média dos imóveis, zonas preferenciais de investimento, o público alvo dos fundos e as perspetivas de crescimento do mesmo.

O primeiro questionário foi enviado para as sociedades gestoras de todos os FIIAHs existentes à data de 31 de Dezembro de 2012, assim, foram efetuados 8 questionários dos quais se obtiveram 5 respostas, representando 63%. As restantes sociedades gestoras não responderam ao questionário argumentando que não dispunham de dados disponíveis ou apenas não enviaram resposta.

À primeira pergunta do questionário sobre benefícios / riscos na criação de um FIIAH e as respetivas vantagens e desvantagens para o investidor e para a banca, foram apontados como principais vantagens o regime fiscal aplicado a este tipo de fundo, a retirada dos ativos do balanço do banco e a gestão profissional do parque imobiliário. Como desvantagens e riscos foram apresentados problemas associados ao custo envolvido com as operações, a indefinição das benesses fiscais para imóveis adquiridos após 31/12/2013, o desfasamento entre o valor de entrada do ativo e o valor atual de mercado e a possibilidade de elevados custos de manutenção dos imóveis.

À pergunta sobre as taxas de rentabilidade esperadas estas atingem valores de 4,5% a 6% dependendo da sociedade gestoras, no entanto umas das respostas aponta uma taxa próxima de zero ou mesmo negativa nos primeiros anos devido aos elevados custos, reduzida escala e à falta de experiência na gestão deste tipo de ativos.

No que respeita à pergunta sobre os fatores positivos e negativos que os FIIAH proporcionam no mercado de arrendamento foram identificados como aspetos positivos a maior oferta de imóveis, as baixas rendas aplicadas, uma cobertura geográfica alargada, a gestão profissional e dinamização do mercado. Não foram apontados aspetos negativos.

À questão sobre a adequação do regime fiscal dos FIIAH todas as sociedades gestoras foram unânimes respondendo afirmativamente.

À pergunta sobre as alterações recomendáveis à estrutura dos FIIAH foram apontados essencialmente maior prazo para aquisição de imóveis no atual regime fiscal, alargar o espectro do regime fiscal às segunda habitações e ao comércio, foi ainda sugerido a alteração dos rácios de investimento de modo a possibilitar ma gestão de carteira mais flexível.

À pergunta sobre o valor da renda mensal média uma das sociedades gestora referiu um intervalo de 350 a 500 Euros, as restantes mencionaram um valor próximo dos 300 Euros mensais.

Por fim no que respeita a perspectivas de crescimento as sociedades gestoras apresentaram respostas diversas. Uma das sociedades salienta o crescimento continuado, no entanto outras sociedades referem que pretendem adquirir imóveis até final de 2013, devido às vantagens fiscais, e a partir dessa data apenas se procede à gestão do património adquirido salientando a possibilidade de um crescimento lento.

Ao segundo questionário enviado foram obtidas 10 respostas, sendo que 2 não foram consideradas devido à falta de conhecimento dos fundos em causa, obteve-se assim 30% de respostas representativas essencialmente de especialistas do sector.

Pergunta 1 - Na sua génese, um dos objetivos dos FIIAHs é a dinamização do mercado de arrendamento. No seu entender como estão os FIIAH a cumprir este objetivo?

As respostas obtidas foram claramente no sentido negativo sendo que 88% dos inquiridos avaliou este objetivo como Mal ou Muito Mal cumprido, salientando que os FIIAH estão dependentes de fatores externos ao fundo para o sucesso deste objetivo.

Questão	Avaliação	Nº de respostas	% de respostas
Pergunta 1	Muito Mal	3	38%
	Mal	4	50%
	Razoável	1	13%
	Bem	0	0%
	Muito Bem	0	0%

Quadro 10 - Fonte: inquérito, análise do autor

Pergunta 2 – Considera que os FIIAH estão bem estruturados para fomentar o mercado de arrendamento?

A esta questão a maioria considerou a estrutura Razoável, no entanto 26% avaliação a estrutura como Má ou Muito Má, pelo que o resultado mostra que poderão existir melhorias na estrutura dos fundos, nomeadamente no que respeita aos seus prazos de constituição que terminam em 2013 e duração, prevista até 2020.

Questão	Avaliação	Nº de respostas	% de respostas
Pergunta 2	Muito Mal	1	13%
	Mal	1	13%
	Razoável	5	63%
	Bem	1	13%
	Muito Bem	0	0%

Quadro 11 - Fonte: Inquérito, análise do autor

Pergunta 3 – Os FIIAH existentes estão associados à banca. No seu entender quais os principais motivos para a não constituição dos FIIAH por particulares?

Os inquiridos apontam fundamentalmente para a relação entre os FIIAH e a banca, argumentando que essencialmente os FIIAH servem como “parqueamento” para os imóveis da banca. Por outro lado apontam diversas razões para a não constituição de FIIAHs como comissões elevadas e a estabilização da nova lei das rendas.

4 – Outro dos objetivos dos FIIAH é a eliminação dos ativos imobiliários residenciais do balanço dos bancos. No seu entender como estão os FIIAH a cumprir este objetivo?

Os inquiridos responderam maioritariamente de forma positiva a esta questão, sendo que 75% dos mesmo considerou que este objetivo está a ser Bem cumprido.

Questão	Avaliação	Nº de respostas	% de respostas
Pergunta 4	Muito Mal	0	0%
	Mal	0	0%
	Razoável	2	25%
	Bem	6	75%
	Muito Bem	0	0%

Quadro 12 - Fonte: Inquérito, análise do autor

No entender dos inquiridos este parece ser o objetivo fundamental dos FIIAH, salientando ainda que os imóveis residenciais que entram neste veículo resultam principalmente da incapacidade de serem vendidos pela banca.

Pergunta 5 – Os FIIAH também foram concebidos para auxiliar as famílias com dificuldades em cumprir as suas obrigações financeiras. No seu entender como estão os FIIAH a cumprir este objetivo?

A esta pergunta os inquiridos responderam de modo negativo apontando para um fraco cumprimento deste objetivo.

Questão	Avaliação	Nº de respostas	% de respostas
Pergunta 5	Muito Mal	3	38%
	Mal	3	38%
	Razoável	2	25%
	Bem	0	0%
	Muito Bem	0	0%

Quadro 13 - Fonte: inquérito, análise do autor

Os inquiridos argumentam que a renda proposta pelo FIIAH pouco difere do valor da prestação mensal no entanto existem casos que se tornou vantajoso para a família efetuar a venda e o posterior arrendamento da habitação, no entanto a maior parte dos imóveis adquiridos pelos FIIAH já estão devolutos.

Pergunta 6 – Qual considera ser a rentabilidade bruta mínima para um FIIAH?

Na generalidade os inquiridos apontam para um valor de rentabilidade bruta entre os 4% e os 6%.

Pergunta 7- Que alterações introduziria nos FIIAH para que os principais objetivos para que foram criados fossem alcançados?

Sobre esta questão alguns dos inquiridos argumentam que a falta de cumprimento de alguns dos objetivos não está diretamente ligada ao FIIAH mas sim à situação da atratividade do arrendamento em Portugal, sendo necessário mais incentivos por parte do Governo ou das Autarquias no sentido de dinamizar este mercado. No entanto no domínio do arrendamento foram sugerido mais benefícios fiscais e a redução da dimensão mínima do fundo para metade. No domínio do crédito mal parado salientou-se que para um FIIAH ser atrativo este não pode servir de “caixote do lixo” do imobiliário, sugeriu-se ainda a extensão dos benefícios fiscais a habitações não permanentes. No que respeita ao domínio do apoio às famílias realçou-se que embora o FIIAH tenha esse objetivo este deveria ser deslocalizado para outras instituições, não deverá ser o FIIAH a ter esse papel, no entanto rendas mensais mais baixas será uma aposta para o cumprimento deste objetivo em particular.

4. Conclusões

Com este trabalho pretendeu-se analisar se os objetivos que estão na origem da constituição dos FIIAH estão a ser alcançados e de que forma, para tal foram analisados os relatórios e contas dos diversos FIIAH ao longo dos anos, foram inquiridos especialistas do sector e sociedades gestoras e foram estudados diversos artigos académicos e de opinião. De seguida interpretam-se os dados mais relevantes obtidos.

No que respeita à dinamização do mercado de arrendamento os FIIAH têm desempenhado um papel pouco preponderante, tal como demonstrado pelas respostas ao inquérito, isto porque para a dinamização do mercado de arrendamento será necessário a implementação de outras medidas paralelamente ao regime

especial dos FIIAH, como por exemplo a nova lei do arrendamento que está atualmente em curso. Mostra-se ainda necessário incentivos ao arrendamento por parte do Governo e das Autarquias de modo a que possa ser visível a sua dinamização. Sem este apoio os FIIAH só por si terão dificuldades em cumprir este objetivo uma vez que, devido ao histórico existente, o mercado de arrendamento habitacional tem sido muito pouco atrativo para os investidores.

Já no que se refere à limpeza do crédito mal parado dos ativos imobiliários residenciais, os FIIAH estão a ter um papel importante. De notar que os FIIAH existentes estão associados à banca e os imóveis propriedade desses FIIAH provêm, em grande maioria, do crédito mal parado. Assim pode-se considerar que este objetivo está a ser alcançado.

No que concerne ao apoio às famílias em dificuldades económicas os FIIAH cumprem este objetivo de modo ainda pouco estruturado e com necessidades de melhorias. Dado que a maioria dos imóveis pertencentes a FIIAHs têm como população alvo as famílias com carências económicas, sendo mesmo um dos FIIAH, o Solução Arrendamento, exclusivamente para apoio estas famílias seria de esperar um melhor resultado neste domínio. De referir que a renda média dos FIIAH situa-se pelos 300 Eur, o que está de acordo com os valores médios indicados pelo INE para Portugal (cerca de 290 Eur), este valor fica aquém do montante médio mensal de encargos com a compra da habitação própria fornecido pelo INE, 395 Eur mensais. Observa-se que para melhorar este objetivo será necessário aumentar a percentagem de ocupação dos imóveis e constituir parcerias com as Câmaras Municipais de modo a promover habitações de rendas mais baixas, ou apoiadas, junto das famílias, tal como já foi iniciado pela CM de Lisboa e o fundo Solução Arrendamento.

A estrutura dos FIIAH considera-se na generalidade razoável, existindo diversos benefícios fiscais importantes. Contudo, as sociedades gestoras apontam que se deverá proceder a alterações legislativas de modo a prolongar das datas limites de aquisição de imóveis com benefícios fiscais e o prolongamento do fundo posteriormente a 2020, uma vez que estes prazos foram pensados num ambiente em que se esperaria que a economia recupera-se mais rapidamente, o que não se veio a verificar, até pelo contrário. Será também necessário equacionar o prolongamento dos benefícios fiscais ao arrendamento de habitações não permanentes ou secundárias.

No que respeita às taxas de rentabilidade brutas as respostas aos questionários apontam valores entre os 4% e 6% para estes fundos, no entanto, na realidade esta rentabilidade apresenta-se negativa ou muito próxima de zero. Este facto deve-se principalmente à reavaliação em baixa dos imóveis e às elevadas comissões que são pagas às sociedades gestoras, o que também leva a que os investidores particulares prefiram a gestão própria dos imóveis em detrimento da constituição de um FIIAH particular.

Comparativamente aos os REITs, os FIIAH apresentam algumas semelhanças, nomeadamente no que respeita à distribuição dos resultados, à transparência fiscal e uma gestão profissional que terá que ser melhorada no caso dos FIIAH, no entanto os FIIAH têm como participantes apenas investidores institucionais não estando disponíveis para o público em geral e apresentam um rentabilidade muito reduzida ou nula.

Compreende-se com este trabalho que a solução inicialmente pensada para as famílias em dificuldades económicas que consistia na constituição de um FIIAH a quem as famílias podiam vender o seu imóvel e tornar-se arrendatárias do mesmo, numa espécie de numa espécie de sale and lease back residencial e com posterior

opção de recompra conforme argumentado por Primaz, 2008, ficou deturpada. Percebe-se que os FIIAH constituem, fundamentalmente, um veículo para “parqueamento” dos imóveis e para a resolução do problema do aumento de número de imóveis na posse da banca, deixando de parte objetivos essenciais como a dinamização do arrendamento e apoio às famílias carenciadas. A constituição destes fundos prevê essencialmente que no futuro, económico e financeiramente mais atrativo, se proceda à venda dos ativos, gerando, eventualmente, uma mais valia financeira para os participantes. Não obstante as conclusões encontradas com este estudo, torna-se imperioso que para o sucesso destes fundos de arrendamento habitacional seja alterada a percepção da habitação permanente em Portugal de modo a que o arrendamento contribua com uma maior percentagem na habitação permanente em relação à propriedade da habitação pelas famílias, à semelhança de alguns países europeus como Alemanha ou Áustria.

Como investigação futura sugere-se o aprofundamento do estudo da estrutura que os FIIAH deveriam possuir de modo a otimizar a gestão e o arrendamento das suas frações e como consequência aumentar a sua rentabilidade, salienta-se também o estudo sobre quais os fatores e incentivos necessários que levariam a constituição de FIIAH por particulares. Sugere-se ainda o acompanhamento dos FIIAH nos próximos anos, uma vez que alguns dos fundos constituídos são relativamente recentes e portanto existiu pouco tempo para a colocação das habitações de que são proprietários no mercado de arrendamento, de modo a aferir novamente e com maior horizonte temporal se os objetivos dos FIIAH foram alcançados de modo diferente daquele que este estudo concluiu. Será ainda interessante estudar a relação custo benefício que existe para cada euro investido em remodelações, reparações e beneficiações na frações dos FIIAH de modo a otimizar e rentabilizar o uso das frações.

5. Referências Bibliográficas

A.D. H. Crook & Peter A. Kemp (2002): Housing Investment Trusts: A New Structure of Rental Housing Provision?, *Housing Studies*, 17:5, 741-753.

A. D. H. Crook , John Hughes & Peter A. Kemp (1998): Housing investment trusts and the returns from residential lettings, *Journal of Property Research*, 15:3, 229-248.

Ball, M., Glascock, J. L., (2005), Property Investment Funds for the UK: potencial impacto on private rental market, Council of Mortgage Lenders, London.

Capozza, Dennis R. and Paul, J. Seguin (1999), "Focus Transparency and Value: The REIT Evidence," *Real Estate Economics*.

CBRE, (2011), MarketView Residencial – Lisboa e Porto.

Instituto Nacional de Estatística, I.P., (2011), Retrato Territorial de Portugal 2011, INE, Lisboa-Portugal.

Instituto Nacional de Estatística, I.P., (2012), Evolução do Parque Habitacional em Portugal, INE, Lisboa-Portugal.

Instituto Nacional de Estatística, I.P.,(2013), Portugal em números 2011, INE, Lisboa-Portugal.

Instituto Nacional de Estatística, I.P., (2012). Census 2011 – Resultados Definitivos – Portugal, Lisboa-Portugal.

Instituto Nacional de Estatística, I.P., (2002). Census 2001 – Resultados Definitivos – Portugal, Lisboa-Portugal.

Lizieri, C., (2004): Promoting More Flexible Investment Property: Response to HM Treasury / Inland Revenue Consultation Paper, University of Reading Business School.

Mateus, A., CET-ISCT, IRI-UP, (2008), Contributo Para o Plano Estratégico de Habitação 2008/2013, Relatório 1 – Diagnóstico de carências habitacionais, Portugal.

Primaz, M., Guedes, J. B. (2008), Fundos de Investimento para Arrendamento Habitacional, Verbo Jurídico.

Petersen, A., (2004), Property Investment Funds – A realty opportunity? Part 1, Bulterworths Journal of International Banking and Financial Law, 216-265.

Sites Consultados:

www.ine.pt

www.bportugal.pt

www.apfipp.pt

epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/

out-of-the-boxthinking.blogspot.pt/

www.cmvm.pt

www.bpf.org.uk/en/reita/

www.reit.com/

Legislação consultada:

Lei 64-A/2008, de 31 de Dezembro – Capítulo X

5. ANEXOS

ANEXO 1

QUESTIONÁRIO 1

As respostas às questões apresentadas (7 questões) têm como finalidade o estudo académico que pretendo desenvolver no âmbito da minha tese de mestrado em Gestão e Avaliação Imobiliária no ISEG. O objetivo do trabalho prende-se com uma análise aos FIIAH e o modo como os seus objetivos têm sido atingidos.

Agradeço a atenção dispensada no preenchimento do questionário.

Todas as respostas serão confidenciais e para uso académico.

Questões:

No vosso entender quais são os benefícios e riscos a considerar na criação de um FIIAH, bem como as vantagens e desvantagens para a banca e para o investidor?

Quais as taxas de rentabilidade anuais que se esperam obter com um FIIAH?

Tendo em conta que o arrendamento esteve durante muitos anos em segundo plano no que se refere à habitação, quais os fatores positivos e negativos que os FIIAH proporcionam no mercado de arrendamento?

O regime especial aplicável aos FIIAH está adequado ao fim que esteve na base da sua constituição?

Que alterações seriam recomendáveis à estrutura dos FIIAH? Porquê?

Quais são as perspetivas de crescimento dos FIIAH até 2020?

Qual a renda média dos imóveis pertencentes ao FIIAH?

Obrigado pela atenção,

André Ribeiro.

ANEXO 2

QUESTIONÁRIO 2

As respostas às questões apresentadas (7 questões) têm como finalidade o estudo académico que pretendo desenvolver no âmbito da minha tese de mestrado em Gestão e Avaliação Imobiliária no ISEG. O objetivo do trabalho prende-se com uma análise aos FIIAH e o modo como os seus objetivos têm sido atingidos.

Agradeço a atenção dispensada no preenchimento do questionário.

Todas as respostas serão confidenciais e para uso académico.

Questões:

1-Na sua génese, um dos objetivos dos FIIAHs é a dinamização do mercado de arrendamento. No seu entender como estão os FIIAH a cumprir este objetivo?

Numa escala de 1 a 5 qual a sua avaliação?

Sendo:

1 - Muito mal;

2 - Mal;

3 - Razoável;

4 - Bem;

5 - Muito bem

Justifique

2 - Considera que os FIIAH estão bem estruturados para fomentar o mercado de arrendamento?

Numa escala de 1 a 5 qual a sua avaliação?

Sendo:

1 – Muito mal;

2 – Mal;

3 – Razoável;

4 – Bem;

5 - Muito bem

Porquê?

3 – Os FIIAH existentes estão associados à banca. No seu entender quais os principais motivos para a não constituição dos FIIAH por particulares?

4 – Outro dos objetivos dos FIIAH é a eliminação dos ativos imobiliários residenciais do balanço dos bancos. No seu entender como estão os FIIAH a cumprir este objetivo?

Numa escala de 1 a 5 qual a sua avaliação?

Sendo:

1 – Muito mal;

2 – Mal;

3 – Razoável;

4 – Bem;

5 - Muito bem

Justifique

5 – Os FIIAH também foram concebidos para auxiliar as famílias com dificuldades em cumprir as suas obrigações financeiras. No seu entender como estão os FIIAH a cumprir este objetivo?

Numa escala de 1 a 5 qual a sua avaliação?

Sendo:

1 – Muito mal;

2 – Mal;

3 – Razoável;

4 – Bem;

5 - Muito bem

Justifique

6 – Qual considera ser a rentabilidade bruta mínima para um FIIAH?

7- Que alterações introduziria nos FIIAH para que os principais objetivos para que foram criados fossem alcançados?

7.1. No domínio do arrendamento?

7.2. No domínio do crédito mal parado?

7-3 No domínio do apoio às famílias com dificuldades económicas?

Obrigado,

André Ribeiro