



A preferência pelo aberto

Os activos imobiliários são de valor unitário alto, não fungíveis e sensíveis à natureza mais ou menos activa da respectiva gestão. Por isso, não são muito apelativos para gestores de activos. No entanto, as características do imobiliário como classe de activos são boas: a correlação com acções e obrigações não é muito alta, o risco é inferior ao do investimento em acções, e a protecção contra a inflação interessante, devido à habitual indexação das rendas.

Em qualquer economia, a poupança dos aforradores (quando existe...) é aplicada em várias classes de activos: acções de empresas cotadas, "private equity", obrigações, liquidez, obras de arte, e também activos imobiliários. Estes são bem mais atraentes titularizados do que isoladamente, pelo que o sistema financeiro criou veículos de investimento colectivo em imobiliário, que permitem aos aforradores exporem-se às virtualidades do imobiliário como classe de activos sem que para isso tenham de adquirir, e gerir, um único investimento imobiliário. Estes veículos são de dois tipos alternativos, e concorrenciais. Os fundos abertos, na Europa uma criação alemã (mas também populares nos Estados Unidos, onde se designam "commingled real estate funds"), são veículos onde os aforradores podem entrar e sair em momentos predefinidos, no limite diariamente. Nestes veículos, apesar da carteira que possuem ser ilíquida, os investidores detêm uma aplicação líquida. Esta efectiva contradição é tornada aparente pela aceitação de restrições à política de investimento do veículo, cujo gestor deixa voluntariamente uma percentagem necessariamente alta da carteira por investir, para ocorrer aos pedidos de resgate dos investidores sem que isso implique colocar no mercado os seus activos imobiliários. Os fundos fechados, pelo contrário, não admitem resgates, e só devolvem o capital aos seus investidores quando, e se, são liquidados, pelo que não restringem a margem de acção dos gestores. Os fundos fechados de subscrição particular são sempre liquidáveis numa data predefinida (usualmente, seis a dez anos depois do lançamento), enquanto que os de subscrição

pública são subsequentemente cotados, e, dado que permitem o desinvestimento em bolsa, não têm data de liquidação definida. A Lei Portuguesa começou por acolher, em 1987, os fundos abertos, e, no ano seguinte, passou a contemplar também os fechados. Como é tradição entre nós, o regime fiscal destes fundos variou bastante ao longo do tempo, mas, até ao final de 2006, foi comum a todos os fundos. O Orçamento de Estado para 2007 quebrou esta prática, passando a discriminar entre subscritores dos fundos fechados de subscrição particular: os merecedores da credenciação como "qualificados" (simplicemente, os que respondem perante uma autoridade de supervisão) mantiveram um estatuto comum aos fundos abertos e fechados de subscrição pública, e os restantes passaram a pagar mais impostos. Com esta distinção, o legislador nacional inovou: habitualmente, quando se distinguem os investidores pela respectiva sofisticação, é no sentido de reservar investimentos complexos para investidores sofisticados, não no sentido de permitir aos não sofisticados o acesso a tais investimentos, desde que paguem mais impostos. No entanto, esta inovação empalidece quando confrontada com a introduzida, três anos depois, no Orçamento de Estado para 2010: agora os fundos abertos pagam menos impostos do que os fechados, para o mesmo tipo de investimento e independentemente da sofisticação dos respectivos investidores. Para justificar esta estranha preferência pelo aberto, só mesmo o aforismo popular dos "gostos que se não discutem", porque uma razão sólida para favorecer o formato mais limitativo da gestão não se vislumbra.



Rui Alpalhão
Presidente da Comissão Executiva da FundBox

Nasceu em Lisboa, em 1963. Licenciou-se em Economia na UNL, em 1985, obteve o grau de Mestre em Gestão, igualmente na UNL, em 1988, e doutorou-se em Finanças na IBS em 2007. Entre 1992 e 2002 foi administrador de diversas sociedades gestoras de fundos, corretoras e gestoras de participações sociais integradas nos grupos Totta e CGD. Em 2002 montou um management buy in da FundBox, sociedade gestora independente de que é o maior accionista e a cuja comissão executiva preside. A 31 de Dezembro de 2009, a FundBox geria treze fundos, com activos sob gestão de €520ME. Ensina Finanças e Economia na IBS, escola portuguesa de negócios cujo corpo docente integra desde 1999 como professor auxiliar convidado. Publicou um livro sobre Investimentos Financeiros e artigos na Applied Financial Economics e no Portuguese Journal of Management Studies.



Manuel Esteves de Albuquerque
Associado Sénior da Raposo Bernardo

Licenciado em Direito pela Universidade de Lisboa, sendo regularmente orador convidado em diversos cursos de formação, Mini-MBA, conferências e outras acções específicas. No seu percurso profissional, exerceu como advogado in-house de uma empresa de distribuição de produtos de conveniência, assumindo posteriormente o cargo de Director-geral de uma empresa de distribuição de tabaco. Com uma experiência de mais de quinze anos no desenvolvimento de projectos de internacionalização, destaca-se o seu know-how nas áreas do direito societário, nomeadamente na estruturação de veículos de investimento, negociação de contratos de distribuição e representação. Possui ainda uma sólida experiência em operações de investimento no sector imobiliário, construção e fundos de investimento, em Portugal e no estrangeiro.

O que é um fundo de investimento?

É uma forma de aplicação financeira que, pela associação de diferentes investidores permite uma diversificação dos activos detidos, reduzindo assim o risco de investimento. São divididos em partes de conteúdo idêntico, denominadas «unidades de participação». Os fundos de investimento mais comuns são os mobiliários, cujos activos são acções e obrigações, e os de investimento imobiliário cujos activos são compostos por imóveis. É importante referir ainda que a gestão dos fundos de investimento é dada a um gestor profissional, independente dos investidores, a quem compete executar uma política de investimento pré-definida.

Que tipos de fundo de investimento imobiliário existem?

Abertos, fechados ou mistos. Abertos são aqueles em que as unidades de participação são em número variável, fechados aqueles em que as unidades de participação são em número fixo e mistos aqueles em que coexistem duas categorias de unidades de participação. As principais diferenças práticas entre estes três tipos de fundos, estão associadas à forma como é assegurada a sua liquidez aos participantes, sendo que nos abertos a liquidez é assegurada pelo próprio fundo, admitindo o resgate de participações. A liquidez dos fechados, porque não admitem o resgate antecipado, apenas é assegurada pela transacção das respectivas unidades de participação.

Quais são as vantagens fiscais dos fundos de investimento imobiliário?

A sua análise deve ser efectuada quer em sede de imposto sobre rendimento, que em sede de IMT e IMI. Quanto ao IMT e ao IMI, após a entrada em vigor do OE 2010, as vantagens fiscais de que beneficiavam os fundos de investimento foram bastante reduzidas. Em sede de imposto sobre o rendimento as principais vantagens prendem-se com o regime de tributação, na esfera do fundo, dos rendimentos prediais e mais-valias, e com o regime de neutralidade na distribuição dos rendimentos do Fundo aos titulares das respectivas UPs, assegurado pela isenção conferida aos titulares que sejam pessoas singulares, e pela atribuição de um crédito de imposto aos titulares que sejam sujeitos passivos de IRC, por montante igual ao do imposto pago pelo Fundo.

Que tipo de serviços presta a Raposo Bernardo nesta área?

A nossa sociedade possui um track record relevante desde a constituição de fundos, passando pelo apoio à sua gestão, bem como no relacionamento com supervisores e o mercado. Temos também uma intervenção importante em operações de financiamento, refinanciamento e angariação de capital. O departamento de Imobiliário tem também intervindo activamente em representação de diversos fundos de investimento na negociação dos seus activos, numa variedade muito importante de operações.

