

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA  
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE  
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

O JUSTO VALOR COMO BASE DE  
MENSURAÇÃO E SUA AUDITORIA

O CASO PARTICULAR DOS FUNDOS DE  
INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO FECHADOS

---

Gisela de Jesus Pereira Brás

Lisboa, Março de 2013







INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA  
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E  
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

# O JUSTO VALOR COMO BASE DE MENSURAÇÃO E SUA AUDITORIA

## O CASO PARTICULAR DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO FECHADOS

Gisela de Jesus Pereira Brás

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Auditoria, realizada sob a orientação científica do Mestre Gabriel Correia Alves, Professor e Regente da Unidade Curricular de Auditoria Financeira.

Constituição do Júri:  
Presidente : Doutor Orlando da Costa Gomes  
Arguente: Mester Rui Pedro de Carvalho  
Vogal: Mestre Gabriel Correia Alves

Lisboa, Março de 2013

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou em qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas. Mais acrescento que tenho consciência de plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

## **DEDICATÓRIA**

Dedico este trabalho aos meus pais, por todo amor e apoio concedido.

Aos meus avós maternos que não tiveram tempo de percorrer comigo todo o caminho, mas que olham por mim todos os dias.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao meu orientador, Mestre Gabriel Correia Alves, por toda a disponibilidade demonstrada e por todos os conselhos dados.

## RESUMO

Após uma época dourada de valorização imobiliária, assiste-se, sobretudo a partir de 2009, a uma queda acentuada do valor de mercado dos imóveis.

Em simultâneo, acontecem reformas ao nível da preparação e divulgação da informação financeira para a generalidade das empresas e outras entidades, adoptando-se, basicamente, os critérios do IASB para a mensuração dos elementos constantes nas demonstrações financeiras, nomeadamente o justo valor.

Esta evolução contabilística não teve impacto no referencial contabilístico aplicável aos fundos de investimento imobiliário, os quais estão sujeitos a regulamentação da própria CMVM.

Nestes fundos, a mensuração dos imóveis deve situar-se num intervalo compreendido entre o custo de aquisição e a avaliação dos imóveis (justo valor), a qual corresponde à média de duas avaliações independentes.

Procura-se com o estudo analisar a atitude mais ou menos prudente das sociedades gestoras e, acima de tudo, verificar em que medida se aceita ou não a existência de imóveis com valor contabilístico superior à média das avaliações.

Do estudo efectuado conclui-se que no âmbito do intervalo de mensuração legalmente permitido, não é possível percepcionar uma política de mensuração que seja consistente entre os imóveis da mesma sociedade e gestora e muito menos entre sociedades gestoras. Por outro lado, o estudo permite concluir a existência de sociedades gestoras (não todas) que aceitam a política de mensurar activos por valores superiores à média das avaliações e inferiores ao custo de aquisição, ou seja imóveis com menos valores potenciais não reconhecidas, o que, embora possa ser legalmente permitido contraria os princípios básicos da teoria contabilística.

**Palavras-chave:** auditor, avaliação, fundos de investimento, imobiliário, justo valor, perito, unidade de participação.

## ABSTRACT

After the golden time of real estate valuation, especially from 2009 onwards, we are faced with a sharp fall value of real estate value.

At the same time, reforms in the preparation and disclosure of financial reporting for the majority of the companies and other entities take place, basically adopting the IASB's valuation criteria for the elements contained in the financial statements, namely fair value.

This accounting evolution hasn't had impact on financial standards applicable to real estate investment trusts, which are subjected to CMVM's own regulations. With these investment trusts, the real estate evaluation must be within a range between acquisition cost and real estate value (fair value), which corresponds to the average of two independent valuations.

This study aims at analyzing the more or less prudent attitude of investment companies and, above all, we want to be sure of the existence of real estate with book value higher than the average of valuations.

This study concluded that within the legally book value range, it isn't possible to perceive a consistent common book value policy between real estate investment trusts of the same company and between investment companies. On the other hand, the study indicates the existence of companies (not all of them) which accept the policy of valuating assets in a higher way than the average rating and below the book value, in other words, properties with not recognized unrealized losses, which although may be legally acceptable, it contradicts the basic principles of accounting theory.

**Keywords:** auditing, valuation, investment trust, real estate, fair value, expert, trust unit.

# ÍNDICE

Dedicatória .....	v
Agradecimentos .....	vi
Resumo .....	vii
Abstract .....	viii
Índice .....	ix
Índice de quadros e tabelas .....	xi
Índice de Figuras .....	xvi
Lista de Abreviaturas .....	xvii
1. Introdução.....	1
2. Os fundos de investimento imobiliário .....	4
2.1 Conceito e caracterização .....	4
2.2 Os diferentes tipos de fundos de investimento imobiliário .....	9
2.3 As motivações da constituição de FII e a “indústria” em Portugal .....	14
2.4 Regulamentação relevante.....	21
3. A contabilidade dos fundos de investimento imobiliário e a valorização da unidade de participação .....	22
3.1 Das bases de mensuração em geral.....	22
3.2 O referencial contabilístico aplicável aos fundos de investimento imobiliário.....	33
3.3 Avaliação dos activos imobiliários e mensuração contabilística.....	43
3.4 O valor da unidade de participação.....	49
4. A intervenção do auditor .....	50
4.1 O interesse público dos FII e o papel do auditor .....	50
4.2 Normas e directrizes de auditoria especificamente aplicáveis .....	53
4.3 Principais riscos do auditor .....	54

4.4	Estratégia e procedimentos de auditoria .....	59
4.5	Relato de auditoria .....	63
5.	Estudo empírico .....	65
5.1	Objectivo .....	65
5.2	Metodologia.....	66
5.2.1	Enquadramento de mercado .....	66
5.2.2	Enquadramento económico .....	68
5.2.3	Hipóteses em Estudo.....	69
5.3	Resultados do estudo.....	70
6.	Conclusão .....	100
7.	Referências bibliográficas .....	103
8.	Apêndices .....	106
8.1	Apêndice – Tabelas ao Estudo Empírico .....	106
8.1.1	Fundger .....	106
8.1.2	Interfundos.....	117
8.1.3	ESAF-FI .....	121
8.1.4	BPN.....	131
8.1.5	Banif.....	137
8.1.6	Santander:.....	142
9.	Anexos .....	145
9.1	Anexo I – Relatório de Auditoria .....	145

## ÍNDICE DE QUADROS E TABELAS

Tabela 2.3.1 – Riscos dos fundos de investimento imobiliário

Tabela 3.1.1 – Tabela comparativa da qualidade da informação financeira do POC e do SNC

Tabela 5.2.1.1 – Volumes sob gestão – Categorias de Fundos

Tabela 5.2.1.2 – Composição dos fundos de investimento imobiliário

Tabela 5.2.1.3 – Análise dos fundos de investimento imobiliário

Tabela 5.3.1 – Análise da composição da carteira de investimentos da Fundger

Tabela 5.3.2 – Histórico das mais e menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pela Fundger tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Tabela 5.3.3 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da Fundger

Tabela 5.3.4 – Análise histórica das menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pela Fundger

Tabela 5.3.5 – Histórico das mais e menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pela Interfundos tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Tabela 5.3.6 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da Fundger

Tabela 5.3.7 – Análise histórica das menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pela Interfundos

Tabela 5.3.8 – Análise da composição da carteira de investimentos dos fundos da ESAF-FI

Tabela 5.3.9 – Histórico das mais e menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pela ESAF-FI tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Tabela 5.3.10 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da ESAF-FI

Tabela 5.3.11 – Histórico das mais e menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pela BPN tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Tabela 5.3.12 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da BPN

Tabela 5.3.13 – Análise histórica das menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pela BPN

Tabela 5.3.14 – Análise da composição da carteira de investimentos dos fundos do Banif

Tabela 5.3.15 – Histórico das mais e menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pelo Banif tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Tabela 5.3.16 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da Banif

Tabela 5.3.17 – Análise histórica das menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pelo Banif

Tabela 5.3.18 – Histórico das mais e menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pelo Santander tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Tabela 5.3.19 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da Santander

Tabela 5.3.20 – Análise histórica das menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pelo Santander

Tabela 8.1.1.1 – Análise dos imóveis do FIIF “FU01”

Tabela 8.1.1.2 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU01”

Tabela 8.1.1.3 – Análise dos imóveis do FIIF “FU02”

Tabela 8.1.1.4 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU02”

Tabela 8.1.1.5 – Análise dos imóveis do FIIF “FU03”

Tabela 8.1.1.6 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU03”

Tabela 8.1.1.7 – Análise dos imóveis do FIIF “FU04”

Tabela 8.1.1.8 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU04”

Tabela 8.1.1.9 – Análise dos imóveis do FIIF “FU05”

Tabela 8.1.1.10 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU05”

Tabela 8.1.1.11 – Análise dos imóveis do FIIF “FU06”

Tabela 8.1.1.12 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU06”

Tabela 8.1.1.13 – Análise dos imóveis do FIIF “FU07”

Tabela 8.1.1.14 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU07”

Tabela 8.1.1.15 – Análise dos imóveis do FIIF “FU08”

Tabela 8.1.1.16 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU08”

Tabela 8.1.1.17 – Análise dos imóveis do FIIF “FU09”

Tabela 8.1.1.18 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU09”

Tabela 8.1.1.19 – Análise dos imóveis do FIIF “FU10”

Tabela 8.1.1.20 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU10”

Tabela 8.1.1.21 – Análise dos imóveis do FIIF “FU11”

Tabela 8.1.1.22 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU11”

Tabela 8.1.2.1 – Análise dos imóveis do FIIF “IN01”

Tabela 8.1.2.2 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “IN01”

Tabela 8.1.2.3 – Análise dos imóveis do FIIF “IN02”

Tabela 8.1.2.4 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “IN02”

Tabela 8.1.2.5 – Análise dos imóveis do FIIF “IN03”

Tabela 8.1.2.6 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “IN03”

Tabela 8.1.2.7 – Análise dos imóveis do FIIF “IN04”

Tabela 8.1.2.8 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “IN04”

Tabela 8.1.3.1 – Análise dos imóveis do FIIF “ES01”

Tabela 8.1.3.2 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES01”

Tabela 8.1.3.3 – Análise dos imóveis do FIIF “ES02”

Tabela 8.1.3.4 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES02”

Tabela 8.1.3.5 – Análise dos imóveis do FIIF “ES03”

Tabela 8.1.3.6 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES03”

Tabela 8.1.3.7 – Análise dos imóveis do FIIF “ES04”

Tabela 8.1.3.8 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES04”

Tabela 8.1.3.9 – Análise dos imóveis do FIIF “ES05”

Tabela 8.1.3.10 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES05”

Tabela 8.1.3.11 – Análise dos imóveis do FIIF “ES06”

Tabela 8.1.3.12 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES06”

Tabela 8.1.3.13 – Análise dos imóveis do FIIF “ES07”

Tabela 8.1.3.14 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES07”

Tabela 8.1.3.15 – Análise dos imóveis do FIIF “ES08”

Tabela 8.1.3.16 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES08”

Tabela 8.1.3.17 – Análise dos imóveis do FIIF “ES09”

Tabela 8.1.3.18 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES09”

Tabela 8.1.3.19 – Análise dos imóveis do FIIF “ES10”

Tabela 8.1.3.20 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES10”

Tabela 8.1.4.1 – Análise dos imóveis do FIIF “BP01”

Tabela 8.1.4.2 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP01”

Tabela 8.1.4.3 – Análise dos imóveis do FIIF “BP02”

Tabela 8.1.4.4 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP02”

Tabela 8.1.4.5 – Análise dos imóveis do FIIF “BP03”

Tabela 8.1.4.6 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP03”

Tabela 8.1.4.7 – Análise dos imóveis do FIIF “BP04”

Tabela 8.1.4.8 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP04”

Tabela 8.1.4.9 – Análise dos imóveis do FIIF “BP05”

Tabela 8.1.4.10 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP05”

Tabela 8.1.4.11 – Análise dos imóveis do FIIF “BP06”

Tabela 8.1.4.12 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP06”

Tabela 8.1.5.1 – Análise dos imóveis do FIIF “BA01”

Tabela 8.1.5.2 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BA01”

Tabela 8.1.5.3 – Análise dos imóveis do FIIF “BA02”

Tabela 8.1.5.4 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BA02”

Tabela 8.1.5.5 – Análise dos imóveis do FIIF “BA03”

Tabela 8.1.5.6 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BA03”

Tabela 8.1.5.7 – Análise dos imóveis do FIIF “BA04”

Tabela 8.1.5.8 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BA04”

Tabela 8.1.5.9 – Análise dos imóveis do FIIF “BA05”

Tabela 8.1.5.10 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BA05”

Tabela 8.1.6.1 – Análise dos imóveis do FIIF “SA01”

Tabela 8.1.6.2 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “SA01”

Tabela 8.1.6.3 – Análise dos imóveis do FIIF “SA02”

Tabela 8.1.6.4 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “SA02”

Tabela 8.1.6.5 – Análise dos imóveis do FIIF “SA03”

Tabela 8.1.6.6 – Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “SA03”

## ÍNDICE DE FIGURAS

- Figura 2.1.1 – Circuito básico de um fundo de investimento imobiliário
- Figura 2.2.1 – Princípio da repartição do risco
- Figura 3.1.1 – Reconhecimento e mensuração de activos fixos
- Figura 3.2.1 – A estrutura geral das contas
- Figura 3.2.2 – A movimentação das contas da classe 3
- Figura 3.2.3 – Codificação de contas
- Figura 3.2.4 – Exemplo de uma tabela à nota 3 do anexo
- Figura 3.3.1 – Intervalo de mensuração dos activos imobiliários
- Figura 4.3.1 – Funcionamento do risco de auditoria
- Figura 4.4.1 – Exemplo de um programa de trabalho de auditoria aos FIIF
- Figura 5.2.1.1 – Volumes sob gestão – Sociedades Gestoras

## LISTA DE ABREVIATURAS

AFT – Activos fixos tangíveis

Art.º - Artigo

APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios

Ca – Custo de aquisição

CLC – Certificação Legal das Contas

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNSA – Comissão Nacional de Supervisão de Auditoria

CVM – Código dos Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DC – Directriz Contabilística

DF – Demonstrações Financeiras

DRA – Directriz de Revisão/Auditoria

EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais

EC – Estrutura Conceptual

EIP – Entidade de Interesse Público

FII – Fundos de Investimento Imobiliário

FIM – Fundos de Investimento Mobiliário

IMI – Imposto Municipal sobre Imóveis

IRC – Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Colectivas

IRS – Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares

Ma – Médias das Avaliações

NCRF – Norma Contabilística e de Relato Financeiro

OIC – Organismo de Investimento Colectivo

PME – Pequena e Média Empresa

POC – Plano Oficial de Contabilidade

ROC – Revisor Oficial de Contas

SGFII – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário

SGFIM – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

UP – Unidade de Participação

Vc – Valor contabilístico

# 1. INTRODUÇÃO

A presente dissertação insere-se no âmbito do Mestrado em Auditoria e constitui um dos requisitos para a sua conclusão. Incide sobre a problemática da mensuração dos activos imobiliários, muito particularmente, direccionada para os fundos de investimento imobiliário.

Com o despoletar da crise económica e financeira que actualmente se alastra um pouco por toda a Europa, e o ambiente recessivo que se vive, todo o sector imobiliário foi particularmente atingido.

Após vários anos de valorização imobiliária, e consequentemente de fácil colocação no mercado, assiste-se hoje a uma desvalorização acentuada dos imóveis, situação que não pode deixar de se repercutir na contabilidade das empresas e outras entidades.

Tal evolução exige que se estudem os comportamentos e os efeitos ao nível da informação financeira produzida e divulgada ao mercado, situação que se pretende fazer recair sobre as organizações de investimento colectivo, ou seja, os fundos de investimento imobiliário.

Acerca desta temática são conhecidas as questões que se têm colocado no passado sobre a mensuração dos activos imobiliários. De um modo geral, e em termos históricos, a contabilidade assumiu o custo histórico como base essencial da mensuração. Tal procedimento, em ambientes inflacionistas e fortemente especulativos, conduzia a grandes divergências entre o valor contabilístico de tais activos, mensurados ao custo e com grande permanência nas empresas e o respectivo valor de mercado, situação que, segundo muitos, comprometia o objectivo das demonstrações financeiras. Como forma de atenuar este efeito permitiu-se, em termos contabilísticos, a mensuração em bases diferentes, conforme se dispunha na Directriz Contabilística n.º 16 – “Reavaliação de Activos Imobilizados Tangíveis”, de 5 de Maio de 1995. Também de um ponto de vista fiscal se permitiu, durante os anos de maior inflação, a reavaliação de tais activos não correntes.

Em 2009 verifica-se, em Portugal, uma nova reforma da normalização contabilística a qual toma por base as normas internacionais de contabilidade adoptadas ao abrigo do Regulamento n.º 1606/2002/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho, o que leva a mudanças de paradigma no plano da preparação da informação financeira, com particular implicação nos procedimentos a desenvolver pelos auditores com vista à certificação legal das contas ou relatório de auditoria.

Actualmente, os referenciais contabilísticos existentes para as empresas e outras entidades em geral, nacionais e internacionais, permitem que os imóveis que sejam considerados como propriedades de investimento sejam mensurados ao custo (com divulgação obrigatória do justo valor) ou ao justo valor, sendo os efeitos das alterações de justo valor reconhecidas nos resultados. Tratando-se de imóveis afectos à produção de bens ou serviços, os mesmos enquadram-se no âmbito dos activos fixos tangíveis, sendo mensurados segundo o modelo do custo ou segundo o modelo da revalorização, sendo as alterações de valor reconhecidas no capital próprio.

A contabilidade dos fundos de investimento imobiliário obedece a um referencial contabilístico próprio aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários (CMVM), segundo o qual o valor contabilístico dos activos imobiliários deve situar-se no intervalo entre o custo de aquisição do imóvel e a média das avaliações exigidas (sempre duas avaliações efectuadas por diferentes peritos). Esta particularidade conduz a que as sociedades gestoras possam valorizar os imóveis ao custo, com base na média das avaliações ou por qualquer quantia situada entre os limites do intervalo.

A situação de desvalorização actual conduz, frequentemente, há existência de imóveis em que a média das avaliações se mostra inferior ao custo. Afigura-se, assim, importante estudar o comportamento das sociedades gestoras e conhecer a atitude tomada nas situações de valor inferior ao custo. São as menos valias potenciais sempre objecto de reconhecimento?

Na primeira parte da dissertação, na qual podemos integrar os capítulos 1 a 4, é feita a revisão da literatura, a qual permite um conhecimento adequado sobre a caracterização dos fundos de investimento imobiliário, essencialmente fechados, a indústria e a regulamentação subjacente. Tratando-se de um Mestrado em Auditoria, não poderia deixar de ser devidamente tomada em consideração a abordagem pelos auditores, dando-se especial enfoque à identificação dos potenciais riscos existentes e aos procedimentos de auditoria a desenvolver no sentido de suportar a opinião emitida.

Na segunda parte, que corresponde ao capítulo 5, apresenta-se um estudo empírico incidente sobre uma amostra de seis entidades gestoras de fundos de investimento imobiliário (as seis maiores), as quais se consideram representativas do sector. Procura-se estudar a tendência de mensuração existente, isto é, se os imóveis são tendencialmente mensurados mais próximo do custo de aquisição ou mais próximo da média das avaliações, procedimento que reflecte o comportamento mais ou menos prudente por parte da entidade

gestora. Outro aspecto, não menos relevante, consiste em saber se nos casos em que a média das avaliações é inferior ao custo, as entidades gestoras fazem ou não sobrepor o princípio da prudência à eventual permissão legal, ou seja, se nestas situações os imóveis são, ou não, sempre mensurados, no limite inferior do intervalo.

No último capítulo, o seis, apresentam-se as principais conclusões da dissertação, fundamentalmente, do estudo empírico efectuado.

## **2. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

### **2.1 CONCEITO E CARACTERIZAÇÃO**

Os fundos de investimento surgiram pela primeira vez no século XIX, mais propriamente, em 1860, na Escócia, passando em seguida aos EUA como resposta ao sentimento dos pequenos e médios aforradores verem as suas poupanças aplicadas de uma forma, simultaneamente, segura, rentável e líquida. Verificaram grande expansão na Europa durante o período de 1955 a 1960. No final deste período os fundos mais desenvolvidos localizavam-se na Suíça e nos EUA.

O primeiro diploma legal em Portugal que aborda a questão dos fundos de investimento surge em 1965 (com o Decreto-Lei n.º 46 302, de 27 de Abril de 1965) que consagrava as normas básicas do funcionamento das sociedades gestoras designadas parabancárias.

Em 1965, o Banco Nacional Ultramarino requer autorização para constituir em Moçambique a sociedade de Administração e Gestão de Bens, que funcionaria numa óptica mista de fundo mobiliário e imobiliário.

Em 1966 existiam dois fundos – o Fundo de Investimentos Atlântico (FIA) e o Fundo de Investimento para o Desenvolvimento Económico e Social (FIDES) – cujo total de activos e outras formas de poupança ascendia, na moeda actual, a 2,3 milhões de euros.

Em 1985 surge a primeira legislação respeitante aos fundos de investimento imobiliário (FII) através do Decreto-Lei n.º 246/85, de 12 de Julho. Dois anos depois, em 1987, com o Decreto-Lei n.º 1/87, de 3 de Janeiro, estabelecem-se os primeiros incentivos fiscais sofrendo, ainda, naquele ano, alterações com Decreto-Lei n.º 101/87, de 6 de Março, que impulsionou a constituição das sociedades gestoras e o início dos FII.

No ano de 1988 unificou-se o regime dos fundos mobiliários e imobiliários, através do Decreto-Lei n.º 229-C/88, de 4 de Julho, o qual veio revogar todos os anteriores diplomas. Por sua vez, também este diploma foi alterado resultado da aprovação do Decreto-Lei n.º 417/91, de 26 de Outubro, que acolheu as alterações resultantes da aprovação do Código dos Valores Mobiliários (CVM) respeitantes à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Com o Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março, iniciou-se a revisão do regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário, o qual foi republicado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho, dadas as alterações entretanto introduzidas.

Ainda que relativamente recente em Portugal, o interesse que estes fundos têm suscitado ao longo do tempo, conduziu ao surgimento de diversas definições, mais técnicas, ainda que muito próximas umas das outras.

A CMVM, entidade a quem cabe a autorização da constituição dos fundos, considera que um fundo de investimento constitui um património pertencente a várias pessoas (participantes), destinado ao investimento em determinados activos e gerido por profissionais (sociedades gestoras). O património de um fundo (carteira de investimento) pode ser constituído por diversos bens, como, por exemplo, acções e obrigações, de modo a constituir um conjunto diversificado de valores mobiliários, ou outros activos (“fundo de investimento mobiliário”); ou pode também ser constituído, essencialmente, por imóveis (“fundo de investimento imobiliário”).

Por sua vez, a Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (APFIPP) define fundo de investimento como um património autónomo que resulta da agregação e aplicação de poupanças de entidades individuais e colectivas em valores mobiliários ou equiparados, sendo por isso considerado um produto financeiro alternativo à aplicação das poupanças dos investidores designadamente nos depósitos bancários e ao investimento directo no mercado de capitais ou em valores imobiliários, tendo a vantagem de as suas aplicações serem acompanhadas e geridas por profissionais especializados no mercado de capitais e imobiliário. Tal acompanhamento é realizado por uma Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário (SGFII), ou por uma Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário (SGFIM), em contrapartida de uma comissão de gestão a pagar pelo fundo.

De notar que, apesar da definição da APFIPP apenas mencionar a sociedade gestora, o Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março, republicado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho, que regula o regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário, define mais dois intervenientes como sejam: a entidade depositária e a entidade comercializadora. Define-se neste Decreto-Lei que estas entidades intervêm de forma diferente no fundo, assim:

- i. Conforme disposto no n.º 2 do art.º 9º do referido diploma, compete, em geral, às sociedades gestoras a prática de todos os actos e operações necessários e convenientes à boa administração do fundo de investimento, de acordo com os critérios de elevada diligência e competência profissional e, em especial:
  - a) Seleccionar os valores que devem constituir o fundo de investimento, de acordo com a política de investimentos prevista no respectivo regulamento de gestão;
  - b) Celebrar os negócios jurídicos e realizar todas as operações necessárias à execução da política de investimentos prevista no regulamento de gestão e exercer os direitos directos ou indirectamente relacionados com os valores do fundo de investimento;
  - c) Efectuar as operações adequadas à execução da política de distribuição dos resultados prevista no regulamento de gestão do fundo de investimento;
  - d) Emitir, em ligação com o depositário, as unidades de participação e autorizar o seu reembolso;
  - e) Determinar o valor patrimonial das unidades de participação;
  - f) Manter em ordem a escrita do fundo de investimento;
  - g) Dar cumprimento aos deveres de informação estabelecidos por lei ou pelo regulamento de gestão;
  - h) Controlar e supervisionar as actividades inerentes à gestão dos activos do fundo de investimento, nomeadamente, o desenvolvimento dos projectos objecto de promoção imobiliária nas suas respectivas fases.
- ii. Compete ao depositário, segundo o n.º 1 do art.º 13º:
  - a) Assumir uma função de vigilância e garantir perante os participantes o cumprimento da lei e do regulamento de gestão do fundo de investimento, especialmente no que se refere à política de investimentos e ao cálculo do valor patrimonial das unidades de participação;
  - b) Pagar aos participantes a sua quota-parte dos resultados do fundo de investimento;
  - c) Executar as instruções da sociedade gestora, salvo se forem contrárias à lei ou ao regulamento de gestão;
  - d) Receber em depósito ou inscrever em registo os valores mobiliários do fundo de investimento;

- e) Assegurar o reembolso aos participantes, dos pedidos de resgate das unidades de participação.
- iii. E, com base no art.º17º, compete à entidade comercializadora proceder à colocação das unidades de participação (UP) no mercado, respondendo solidariamente com a SGFII perante os participantes, pelos danos causados no exercício da respectiva actividade. Podem desempenhar funções de entidade comercializadora:
- a) As entidades gestoras;
  - b) As entidades depositárias;
  - c) Os intermediários financeiros registados ou autorizados junto da CMVM para o exercício das actividades de colocação em ofertas públicas de distribuição ou recepção de ordens por conta de outrem;
  - d) Ou outras entidades previstas no regulamento da CMVM.

Segundo a CMVM, os FII distinguem-se dos demais fundos de investimento uma vez que o seu património é constituído maioritariamente por imóveis, podendo aqueles desenvolver as seguintes actividades:

- Aquisição de imóveis para revenda, arrendamento e outras formas de exploração onerosa, situados em Estados Membros da União Europeia;
- Projectos de construção de imóveis com a finalidade de desenvolvimento de uma das actividades anteriores.

A revenda e o arrendamento de imóveis possibilitam a obtenção de um retorno periódico quer pela evolução dos preços quer pela cobrança de rendas.

O desenvolvimento de projectos de construção de imóveis exige a imobilização do capital durante um certo período de tempo, sendo o retorno do investimento (correspondente, em regra, às mais valias prediais) concretizado a médio ou longo prazo.

Desta forma, e tomando por base o art.º 2º do Decreto-Lei n.º 60/2002, FII são instituições de investimento colectivo, que têm como único objectivo o investimento, nos termos previstos naquele diploma e na respectiva regulamentação, dos capitais obtidos junto dos investidores e cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos. Os fundos de investimento constituem patrimónios autónomos, pertencentes, no regime especial de comunhão regulado pelo referido diploma, a uma pluralidade de pessoas singulares ou colectivas designadas «participantes», que não respondem, em caso

algum, pelas dívidas destes ou das entidades que, nos termos da lei, asseguram a sua gestão.

Conclui-se, então, que os fundos de investimento imobiliário fechados (FIIF) são um instrumento de investimento colectivo, que efectua, fundamentalmente, os seus investimentos em activos imobiliários e que se caracteriza por possuir um capital fixo e uma duração definida, isto é, constituído por UP em número fixo estabelecido no momento da constituição, podendo ser aumentado em condições pré definidas no regulamento de gestão. O reembolso das unidades efectua-se apenas na data de liquidação do fundo de investimento imobiliário fechado, pelo que, o investimento ou desinvestimento do participante só é possível através de negócio particular de transmissão de unidades de participação celebrado com terceiros sem que haja alteração do número de unidades representativas do fundo. Os fundos de investimento imobiliário, como património autónomo, têm uma responsabilidade limitada ao seu património (activos integrados na sua carteira) inexistindo, por imposição legal, a comunicabilidade das dívidas dos participantes/investidores ou da sociedade gestora, ou seja, não respondendo pelas dívidas destes da mesma forma que as dívidas assumidas pelo fundo não lhes são imputáveis. São também destituídos de personalidade jurídica, de acordo com o art.º 158º do Código Civil e art.º 5º e 6º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), sendo a sua administração, representação e gestão efectuada em representação dos participantes por sociedades gestoras de fundos de investimento.

De uma forma sucinta e simplificada ilustra-se o seguinte circuito básico de um FII, exemplificando com o caso de arrendamento de imóveis, de modo a permitir uma melhor compreensão do seu funcionamento:

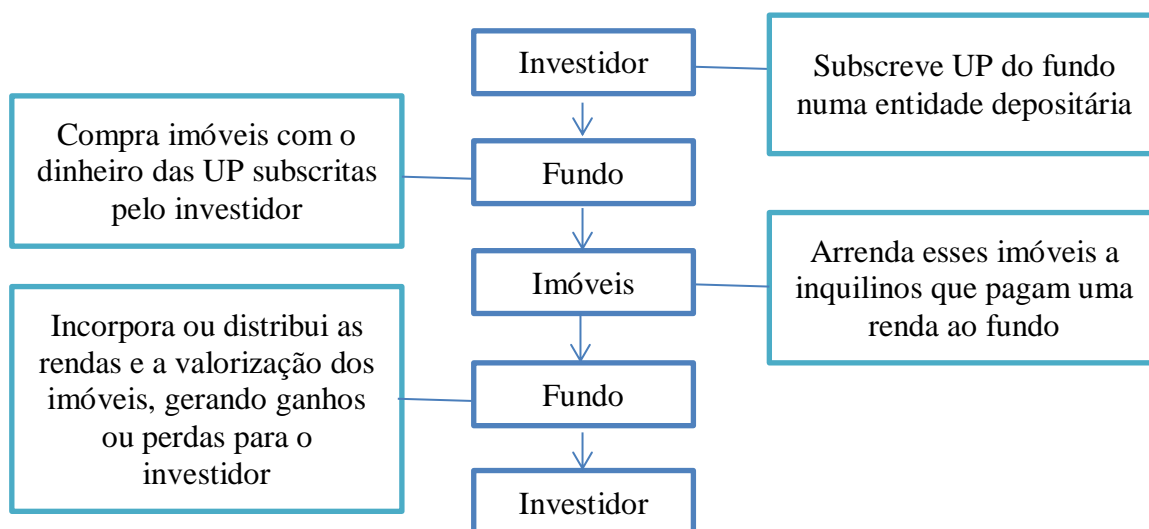


Figura 2.1.1 - Circuito básico de um fundo de investimento imobiliário  
 Fonte: adaptado Patrícia Jordão (12:2010)

## 2.2 OS DIFERENTES TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Como já foi mencionado anteriormente, os FII vieram dar resposta a pequenos e médios aforradores que queriam que as suas poupanças fossem aplicadas de uma forma simultaneamente segura, rentável e líquida.

A segurança da aplicação das poupanças resulta do princípio da repartição de riscos em que assentam os FII, e este possui três características, que segundo a APFIPP e, também, Martins (3 e 4:2004), são: o risco (propriamente dito), a liquidez e a rentabilidade.

O risco está relacionado com a natureza dos activos detidos pelo fundo, uma vez que todas as aplicações estão sujeitas a risco, e com o espaço de actuação, ou seja, os mercados onde esses activos são transaccionados. No caso particular dos FII será o tipo de política de investimentos, construções acabadas e/ou projectos de construção bem como a localização destes.

A liquidez resulta da facilidade em transformar as UP em meios monetários líquidos, ou seja, em dinheiro à disposição do investidor. A liquidez do fundo pode ser medida através do prazo de pré-aviso de reembolso fixado no regulamento de gestão. No caso dos fundos abertos, uma vez que há sempre a possibilidade de subscrever e resgatar as unidades de participação, a liquidez depende por isso do prazo de pré-aviso estipulado para o

reembolso. Por outro lado, nos fundos fechados só pode haver resgate no momento da liquidação do fundo, prevista no regulamento de gestão. Porém, os participantes podem exigir a sua liquidação antecipadamente se, estando prevista a admissão das unidades de participação em Bolsa de Valores, isso não se verifique num prazo de 12 meses após a constituição do fundo.

A rendibilidade, por sua vez, está relacionada com as taxas de referência de rendimento do fundo, dado que, ao contrário de outras aplicações financeiras, os fundos não garantem taxas de rendimento. As rendibilidades divulgadas reflectem, apenas, o comportamento do fundo no passado, sendo por isso uma referência. São as sociedades gestoras que ao definirem as políticas para a actividade do fundo, orientando-as no sentido de rentabilizar as suas aplicações, sem nunca esquecer duas questões muito importantes: prudência e potencial de valorização.

De uma forma sucinta e esquemática, pode-se representar o princípio da divisão do risco previsto para este tipo de fundos da seguinte forma:

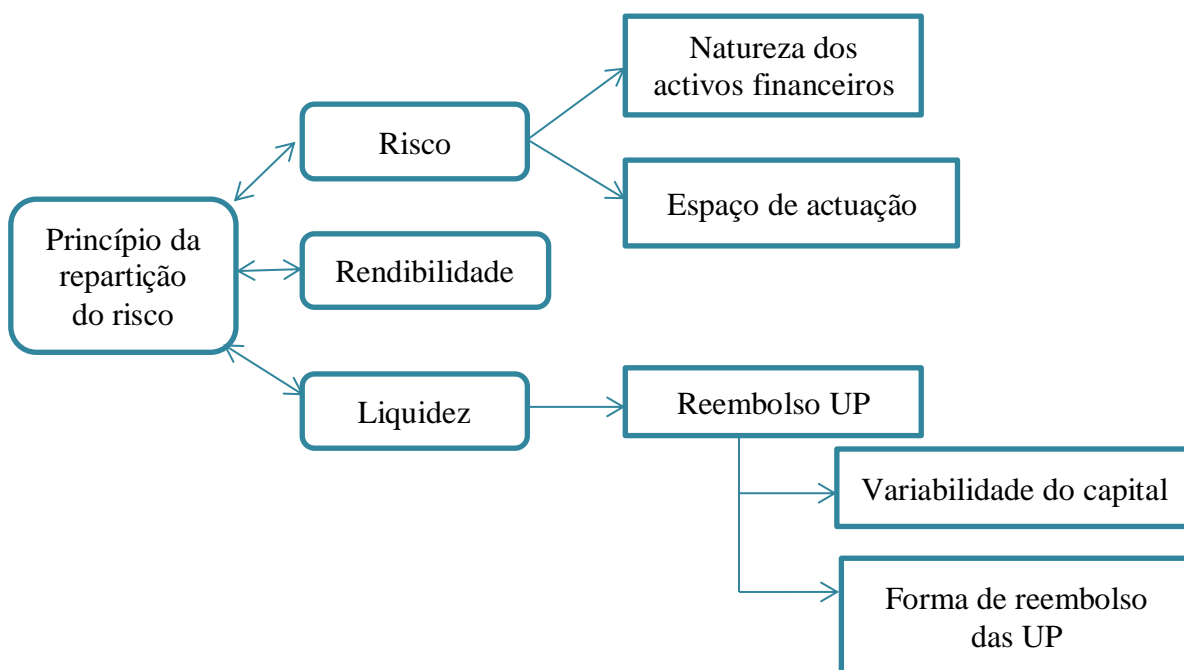


Figura 2.2.1 - Princípio da repartição do risco  
Elaboração própria

Consoante a combinação das variáveis do princípio anteriormente mencionado, podemos, então, encontrar um vasto leque de tipos de fundos de investimento. De uma forma breve, tal como é mencionado por Matias (7-10:2008), pode resumir-se a tipologia dos fundos de investimento, esquematicamente, da seguinte forma:

- Quanto à natureza dos seus activos
  - Mobiliário
  - Imobiliário
- Quanto à variabilidade de Capital
  - Abertos
  - Fechados
  - Mistos
- Quanto à forma de remuneração de capital
  - De rendimento
  - De capitalização
- Quanto ao grau de harmonização
  - Harmonizados
  - Não harmonizados
- Quanto ao espaço de actuação
  - Nacional
  - Internacional
  - Estrangeiros

Em relação à natureza dos seus activos, temos os fundos de investimento mobiliário (FIM) e os fundos de investimento imobiliário (FII). Os FIM distinguem-se dos FII, uma vez que os seus investimentos são efectuados fundamentalmente em valores mobiliários transaccionáveis, cotados ou não (exemplo: acções e obrigações), ao passo que os FII efectuam os seus investimentos, fundamentalmente, em bens imóveis ou em valores mobiliários de sociedades cuja actividade principal seja a transacção, mediação e desenvolvimento ou exploração imobiliária.

Quanto à variabilidade de capital encontramos: os fundos abertos, os fundos fechados e os fundos mistos. Os fundos abertos são aqueles que têm um número de unidades de participação variável, tendo o participante a possibilidade de subscrevê-las ou resgatá-las a qualquer momento; os fundos de investimento fechados são aqueles que têm um número

de unidades de participação fixo e o qual é determinado no momento de subscrição, sendo o reembolso destas efectuado no momento da liquidação do fundo; os fundos mistos são aqueles que se caracterizam por estar entre o fundo de investimento aberto e o fechado, contendo as duas categorias de unidades de participação, uma em número fixo e outra em número variável, não podendo a parte fixa ser inferior à variável.

Atendendo à forma de remuneração de capital temos: os fundos de investimento de rendimento e os fundos de investimento de capitalização. Os primeiros são aqueles em que se procede à distribuição periódica dos rendimentos gerados aos seus participantes, sendo o valor da unidade de participação, fundamentalmente, constante ao longo do tempo. Nos segundos os rendimentos gerados não são distribuídos pelos participantes, sendo, conseqüentemente, incorporados no valor das unidades de participação.

No que diz respeito ao grau de harmonização, classificam-se como fundos de investimento harmonizados aqueles que se constituem e operam de acordo com a legislação nacional (do Estado - Membro da União Europeia) que se encontre sujeita às regras definidas pela Directiva n.º 85/611/CEE, de 20 de Dezembro, também denominados Organismos de Investimento Colectivo (OIC); sendo classificados como fundos de investimento não harmonizados os que não são constituídos segundo esta directiva da União Europeia. Segundo Matias e Luís (9:2008) são considerados fundos de investimento não harmonizados, os fundos:

- i. imobiliários,
- ii. especiais,
- iii. sob gestão de entidades não domiciliadas na União Europeia,
- iv. de índice,
- v. garantidos,
- vi. fechados,
- vii. de tesouraria e
- viii. de fundos.

Por fim, em relação ao espaço de actuação, entende-se por fundos de investimento nacionais aqueles cuja gestão do fundo está domiciliada em território nacional e cujas políticas de investimento estão direccionadas para valores transaccionados em mercados

nacionais; serão classificados como fundos de investimento internacionais se a sua gestão estiver domiciliada em território nacional mas as políticas de investimento estão direccionadas para valores transaccionados em mercados internacionais; ou ainda, classificados como fundos de investimento estrangeiros aqueles cuja gestão seja efectuada por entidades estrangeiras, ainda que comercializados em território nacional.

À lista de classificações anteriormente exposta pode ainda ser acrescida a classificação segundo o tipo de subscrição. Segundo o art.º 115º do CVM, as subscrições podem ser classificadas em: públicas, particulares directas ou particulares indirectas. São classificadas como públicas quando respeitarem as condições definidas no art.º 116º do CVM e como particulares as que não forem públicas (art.º 117º, do referido código). Por sua vez, à luz do n.º 1 do art.º 118º, entende-se por subscrição particular directa a oferta da emissão de UP aos investidores feita directamente pela própria entidade emitente, com ou sem o apoio, ou a garantia total ou parcial de colocação, de intermediários autorizados; a subscrição diz-se particular indirecta, quando as UP emitidas são subscritas por um ou mais intermediários financeiros, com a obrigação de as oferecerem aos investidores a que se destina, nos termos e condições estabelecidos em contrato para o efeito celebrado com a entidade emitente.

No caso particular dos FIIF, segundo o art.º 42º do Decreto-Lei n.º 60/2002, republicado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, a natureza de subscrição pública ou privada determina-se em conformidade com o disposto, respectivamente, nos art.º 109º e 110º do CVM. Não obstante de, segundo o art.º 41º-A do Regulamento da CMVM n.º 8/2002, se classificarem como fundos de investimento de oferta pública os que cumprirem os seguintes requisitos:

- a) o fundo de investimento ter um número de participantes inferior a 100;
- b) as suas unidades de participação não se encontrarem admitidas à negociação em mercado;
- c) a obtenção do acordo da totalidade dos participantes.

Sendo classificados como oferta particular os fundos cujo o número de participantes seja superior a cinco, não sendo exclusivamente investidores institucionais, n.º 1 art.º 48º do referido Decreto-Lei.

## **2.3 AS MOTIVAÇÕES DA CONSTITUIÇÃO DE FII E A “INDÚSTRIA” EM PORTUGAL**

Conforme referido, ao longo da história dos fundos de investimento, têm-se criado incentivos à sua constituição pelo que as motivações subjacentes são diversas. Tais motivações podem ser analisadas segundo a óptica do investimento e sua supervisão e segundo uma óptica fiscal.

No que se refere à primeira óptica, são apresentadas pela CMVM, no seu guia ao investidor, as seguintes motivações para a aplicação das poupanças em fundos de investimento em detrimento do investimento directo:

- a) São geridos por profissionais que conhecem os mercados em que esses bens são negociados;
- b) Permitem, através da diversificação do seu património, diminuir o risco dos investimentos;
- c) Permitem reduzir os custos de transacção (nomeadamente de corretagem), relativamente àqueles que um investidor teria de suportar por cada operação, em virtude de transaccionarem grandes quantidades de valores e, no caso do investimento em imóveis, devido às isenções fiscais de que beneficiam;
- d) São caracterizados pela simplicidade quanto à forma de investir e o reembolso dos montantes aplicados é feito numa forma previamente fixada;
- e) No caso dos fundos imobiliários, permitem o acesso dos pequenos investidores a mercados à partida inacessíveis, atendendo ao elevado montante dos investimentos exigidos.

Por sua vez a APFIPP destaca as motivações para a aplicação das poupanças em fundos de investimento, pela configuração específica que este tipo de investimento conferem aos investidores, tais como:

- a) Gestão profissional que proporciona uma segurança no investimento superior à que, em princípio, obteria se optasse pelo investimento directo;
- b) O risco do investimento ser limitado pela existência de regras prudenciais por imposição legal e regulamentar que condicionam as políticas de investimento praticadas e que levam a uma diversificação da carteira de investimentos;

c) O volume de activos sob gestão, o poder de negociação e a capacidade de intervenção nos mercados, permite o acesso do pequeno e médio aforrador a investimentos que, de outra forma, seriam inacessíveis. Por outro lado, permite-lhe usufruir de uma redução dos custos de transacção, relativamente àqueles que um investidor teria de suportar por uma operação em nome individual.

d) A obrigatoriedade de prestação periódica de informação por parte das entidades gestoras, depositárias, comercializadoras, garante um elevado nível de transparência.

Face ao exposto na segunda motivação pela APFIPP, importa destacar que segundo o Banco de Portugal, o quadro prudencial que dá corpo as regras prudenciais, conhecido por “Basileia II”, encontra-se, em termos gerais, estabelecido nos Decretos-Lei nº 103/2007 e 104/2007, de 3 de Abril, e demais regulamentação conexas. Entende-se por regras prudenciais aquelas que visam controlar os riscos inerentes à actividade, pretendendo-se por um lado garantir a solvabilidade e solidez financeira e por outro a protecção dos investidores contra perdas resultantes de má gestão, fraudes ou falência dos fornecedores/prestadores de serviços financeiros. Afirma-se que este quadro está também ele consagrado no regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário, uma vez que este consagra limites para fundos próprios (art.º 10º) e para a composição da carteira de investimentos, no caso particular dos FIIF (art.º 46º), bem como regras para os itens serem ou não susceptíveis de integração na carteira de investimentos, e sua avaliação.

Sobre as regras prudenciais que limitam os riscos da aplicação das poupanças em fundos de investimento imobiliário, Patrícia Jordão (14:2010), destaca as seguintes:

Tabela 2.3.1 - Riscos dos fundos de investimento imobiliário

<b>Tipo de risco</b>	<b>Motivo</b>	<b>Medida da CMVM</b>
Risco de mercado	Condições adversas do mercado financeiro provocam oscilação dos valores dos activos do fundo	Avaliações oficiais dos imóveis nos termos da legislação em vigor
Risco de liquidez	Dificuldade de venda ou arrendamento de um imóvel da carteira do fundo sem prejuízo de serem efectuados aumentos de capital ou endividamento através de financiamentos bancários	Limites legais instituídos para níveis de endividamento
Risco legal	Irregularidades jurídicas que impliquem a não execução de um contrato ou não cumprimento de normas imperativas	Supervisão das contas
Risco operacional	Directamente relacionado com as competências e capacidades de administração do fundo por erro ou abuso de intervenção da entidade gestora	Supervisão das contas
Risco de crédito	Quando a contraparte (emissor do título) não cumpre com as obrigações que resultam da titularidade do direito	Minuciosos mecanismos de supervisão impostos

Fonte: Patrícia Jordão (14:2010)

A tabela apresentada faz transparecer, de forma imediata, que os fundos de investimento estão sujeitos a um elevado grau de regulamentação e de supervisão, o que confere segurança aos investidores.

Quanto à segunda óptica, ou seja, no que se refere às vantagens fiscais associadas a estes fundos, dá-se especial enfoque aos impostos sobre imóveis e à tributação dos rendimentos directamente associados. No caso dos impostos sobre imóveis, nos termos do art.º 49º do Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF), ficam isentos de imposto municipal sobre imóveis (IMI) e de imposto municipal sobre as transmissões onerosas de imóveis (IMT), os prédios integrados em fundos de investimento imobiliário abertos ou fechados de subscrição pública, que se constituam e operem de acordo com a legislação nacional.

No que respeita à tributação dos rendimentos associados aos imóveis dos FII, nomeadamente às mais e menos valias resultantes da alienação e rendimentos prediais resultantes do arrendamento dos mesmos, segundo o art.º 22º do EBF, estes tipos de rendimentos sendo obtidos através de FII são tributados a taxas reduzidas. Assim, é possível afirmar, que conforme o n.º 6 do art.º 22º do EBF:

- a) Tratando-se de rendimentos prediais, que não sejam relativos à habitação social sujeita a regimes legais de custos controlados, há lugar a tributação, autonomamente, à

taxa de 25 %<sup>1</sup>, que incide sobre os rendimentos líquidos dos encargos de conservação e manutenção efectivamente suportados, devidamente documentados, bem como do imposto municipal sobre imóveis, sendo a entrega do imposto efectuada pela respectiva entidade gestora até ao fim do mês de Abril do ano seguinte àquele a que respeitar, e considerando-se o imposto eventualmente retido como pagamento por conta deste imposto;

b) Tratando-se de mais-valias prediais, que não sejam relativas a habitação social sujeita a regimes legais de custos controlados, há lugar a tributação, autonomamente, à taxa de 25 %, que incide sobre 50 % da diferença positiva entre as mais-valias e as menos-valias realizadas, apuradas de acordo com o Código do IRS, sendo a entrega do imposto efectuada pela respectiva entidade gestora até ao fim do mês de Abril do ano seguinte àquele a que respeitar;

Ressalva-se ainda que este mesmo art.º do EBF, prevê a tributação a taxas mais reduzidas dos rendimentos associados às UP, ou seja à distribuição dos rendimentos dos fundos em função da participação do investidor.

No entanto, se é verdade que este produto tem diversas motivações, no momento do investimento dever-se-á também levar em consideração algumas limitações, que Patrícia Martins (16 e 17:2004) identifica como sendo as seguintes:

- a) O investidor não interfere na gestão do fundo, ficando sujeito às opções da sociedade gestora, que podem colidir com o seu perfil de risco;
- b) O investimento em fundos acarreta custos a suportar pelos investidores (comissão de subscrição, de resgate e de gestão) que tornam estes produtos atractivos apenas para um horizonte temporal de médio/longo prazo;
- c) Os benefícios fiscais podem variar em função do perfil do investidor e têm sido objecto de alteração legislativa;
- d) No caso dos fundos fechados, os montantes a investir podem atingir valores fora do alcance dos pequenos investidores. Este tipo de fundos tem como alvo investidores institucionais (fundos de pensões, seguradoras, etc.);

---

<sup>1</sup> Taxa aprovada pela Lei n.º 66-B/2012, de 31 de Dezembro

- e) Os mercados onde não existia adequada segmentação do produto, o investimento em fundos de investimento podem não dar resposta adequada às necessidades do investidor a ser mais vantajoso o investimento directo.

Em relação a esta última desvantagem da segmentação do produto imobiliário, houve nos últimos anos atenuantes, tendo sido para tal criados fundos de investimento imobiliário destinados a produtos ou carteiras de investimento particulares, ou seja existem investimentos imobiliários especialmente direccionados para um determinado mercado, não obstante a tipologia dos fundos de investimento enunciada no ponto 2.2 deste estudo. Estes fundos de investimento imobiliário especiais contêm na sua essência as características genéricas de outro FII, distinguindo-se entre si através da composição da carteira de investimentos que, de outra forma, por imposição legal, não seria possível. Assim, foram identificados, no decorrer da investigação, os seguintes FII “especiais”:

- Fundo especial de investimento imobiliário florestal;
- Fundo de investimento imobiliário em reabilitação urbana;
- Fundo de investimento imobiliário para arrendamento habitacional;
- Fundo especial de apoio às empresas;
- Fundo de investimento imobiliário fechado turístico;
- Fundo especial de investimento imobiliário;
- Fundo de investimento imobiliário garantido.

Os fundos de investimento imobiliário florestal representam uma categoria especial dos fundos de investimento na medida em que a sua principal actividade consiste na exploração de recursos florestais. Tem por objectivo possibilitar um melhor investimento e gestão económica das propriedades florestais, aumentando a sua rentabilidade e contribuindo de forma determinante e estruturada para diminuir o risco de incêndio.

Segundo carta enviada ao governo português pela Comunidade Europeia os fundos especiais de investimento imobiliário florestal têm três objectivos específicos:

- a constituição de um património florestal mediante a aquisição ou arrendamento de terrenos com ou sem povoamento florestal;
- florestação: melhoramento e infra-estruturação do património florestal; e

- a gestão adequada do património florestal, de forma a maximizar os resultados, assegurando rendibilidade dos projectos florestais através da utilização eficiente e contratada com o Estado dos subsídios disponíveis.

Neste mesmo documento, é possível ler-se que estes fundos:

visam responder à necessidade de enfrentar o grave problema colocado pela ausência generalizada de gestão profissional da floresta portuguesa, decorrente de um conjunto de factores que agem em simultâneo, designadamente a fragmentação da propriedade, a insuficiência da iniciativa privada, a falta de tradição de gestão silvícola e a insipiência do movimento associativo. Consiste, pois, no emparcelamento e na criação de uma dimensão de gestão e exploração racionais, tendo em vista a promoção de uma gestão florestal sustentável, ou seja, a gestão da floresta portuguesa de forma a garantir a sua capacidade actual e futura de produção de bens e serviços, incluindo bens e serviços públicos, nomeadamente, a biodiversidade, a produção e a qualidade da água, a função de sumidouro de carbono e a qualidade da paisagem.

No que se refere aos fundos de investimento imobiliário em reabilitação urbana<sup>2</sup> afirma-se que estes representam uma categoria especial dos fundos de investimento, pois, segundo o Instituto de Habitação e da Reabilitação Urbana, o seu património representa essencialmente imobiliário em reabilitação urbana e que têm por objecto imóveis que preencham, pelo menos uma das seguintes condições: sejam prédios urbanos arrendados passíveis de actualização faseada das rendas e/ou sejam prédios urbanos localizados em áreas de reabilitação urbana. Têm em vista a promoção da requalificação e revitalização das cidades, através de instituições vocacionadas para a gestão de patrimónios colectivos, com uma estrutura técnica e conhecedora das especificidades da reabilitação urbana, capaz de rentabilizar por esta via os seus activos.

Salienta-se que, estes fundos para a reabilitação urbana, têm um regime especial de isenções e reduções de taxas de imposto, como é possível verificar pelos art.º 45º e 71º do EBF, sendo o tipo de fundo com mais benefícios fiscais.

---

<sup>2</sup> Entende-se por reabilitação urbana a forma de intervenção integrada sobre parte urbana existente em que o património urbanístico e imobiliário é mantido, no todo ou substancialmente, e modernizado através de obras remodelação ou beneficiação dos sistemas e infraestruturas, equipamentos e espaços urbanos ou verdes de utilização colectiva e de obras de construção, reconstrução, amplificação, alteração, conservação ou demolição dos edifícios (Patrícia Jordão (10:2010))

Os fundos de investimento imobiliário para arrendamento habitacional, também, representam uma categoria especial dos fundos de investimento tendo por isso um regime jurídico e tributário particular, art.º 102º da Lei 64-A/2008, de 31 de Dezembro, caracterizando-se por permitem aos mutuários de contratos de crédito à habitação procederem à alienação do imóvel, celebrando simultaneamente um contrato de arrendamento sobre o mesmo com opção de compra; desta forma dinamiza-se o mercado de arrendamento, apoiam-se as famílias com elevadas taxas de esforço nos contratos de crédito à habitação e apoiam-se as instituições financeiras com o crédito mal parado.

O fundo imobiliário especial de apoio às empresas, criado pelo Decreto-Lei n.º 104/2009, do Ministério da Economia e da Inovação, criado no âmbito do programa PME Consolida, é especialmente vocacionado para a aquisição de imóveis integrados no património de empresas, como forma de dotação destas mesmas empresas de recursos financeiros imediatos; têm como principais objectivos o apoio de empresas economicamente viáveis, ainda que enfrentando eventuais dificuldades financeiras, apostando no seu saneamento, na sua estabilização e consolidação, na sua modernização e eventual redimensionamento e, em qualquer caso, na criação, manutenção e qualificação do respectivo emprego. Neste âmbito, o fundo faz a aquisição de imóveis a empresas, que depois são arrendamentos a essas mesmas empresas, de modo a assegurar a continuada utilização dos mesmos imóveis pelas empresas em causa, no exercício das respectivas actividades e o adequado retorno do investimento feito pelo fundo.

Segundo o *site* da Turismo Fundo, os fundos de investimento imobiliário fechado turístico têm por objectivo reforçar a capacidade financeira das empresas (empresas turísticas, especialmente PME), através da aquisição de imóveis afectos à actividade da empresa e subsequente arrendamento à mesma ou a terceiros. Este fundo tem por objectivo ser útil nas seguintes situações:

- Aquisição ou construção de um primeiro imóvel afecto à actividade turística;
- Expansão da actividade:
  - Aquisição ou construção de novos imóveis turísticos,
  - Obras de remodelação e/ou ampliação em imóveis turísticos;
- Reorganização estratégica de empresas turísticas.

Os fundos especiais de investimento imobiliário, segundo a Secção I-A do Regulamento da CMVM n.º 8/2002, podem incluir no seu património outro tipo de activos, como prédios mistos ou rústicos, simples direitos de exploração sobre imóveis e instrumentos financeiros derivados, tendo-lhes sido conferida uma maior liberdade relativa aos limites de investimento, na medida em que são estabelecidas pela sociedade gestora o que provoca uma maior supervisão e poder da CMVM.

Os fundos de investimento imobiliário garantido são os que têm associadas garantias de capital ou, um determinado perfil de rendimentos, podem ter associadas garantias de capital nomeadamente com instituições de crédito que podem ser accionadas quando necessário, sendo que a gestão dos fundos de investimento imobiliário garantido é conduzida de modo autónomo em relação à eventual necessidade de accionamento das garantias, no estrito cumprimento da política de investimentos e salvaguarda do interesse dos participantes (art.º 9º-A Regulamento da CMVM n.º 8/2002).

## **2.4 REGULAMENTAÇÃO RELEVANTE**

Segundo a APFIPP, para fazer um enquadramento legal sobre os fundos de investimento imobiliário, é necessário ter em conta: a Legislação comunitária, Decretos-Lei, Portarias, Regulamentos da CMVM, Instruções da CMVM e Avisos do Banco de Portugal.

Da vasta lista de documentos legislativos destacam-se, para o âmbito desta investigação:

- Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março republicado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho, sobre o Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário
- Regulamento da CMVM n.º 2/2005, sobre Contabilidade dos Fundos de Investimento Imobiliário
- Regulamento da CMVM n.º 8/2002, sobre Fundos de Investimento Imobiliário
- Instrução n.º 2/2005, sobre Carteira de Fundos de Investimento Imobiliário.

### **3. A CONTABILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO E A VALORIZAÇÃO DA UNIDADE DE PARTICIPAÇÃO**

#### **3.1 DAS BASES DE MENSURAÇÃO EM GERAL**

Embora os fundos de investimento imobiliário estejam sujeitos a regras próprias no que respeita à mensuração dos imóveis, considera-se importante a apresentação das bases de mensuração previstas na normalização contabilística e geralmente adoptada pelas empresas e outras entidades.

Recordando o Plano Oficial de Contabilidade, quer na versão inicial aprovada pelo Decreto-Lei n.º 47/77, de 7 de Fevereiro (POC/77), quer na versão aprovada pelo Decreto-Lei n.º 410/89, de 21 de Novembro (POC/89), deve salientar-se que o mesmo, ao considerar o custo histórico entre os princípios contabilísticos geralmente aceites, conduzia a que o custo de aquisição ou de produção constituísse a base de referência para a mensuração dos activos e passivos.

No POC/89 assumiam particular importância os capítulos 3 – “Características da informação financeira” e 4 – “Princípios contabilísticos”.

O capítulo 3 apresentava como características qualitativas da informação financeira a relevância, a fiabilidade e a comparabilidade, explicitando-as da seguinte forma:

##### **3.2.1 - Relevância**

A relevância é entendida como a qualidade que a informação tem de influenciar as decisões dos seus utentes, ao ajudá-los a avaliar os acontecimentos passados, presentes e futuros ou a confirmar ou a corrigir as suas avaliações.

Não sendo a materialidade uma qualidade da informação financeira, determina, porém o ponto a partir do qual a mesma passa a ser útil. Assim, a informação é de relevância material se a sua omissão ou erro forem susceptíveis de influenciar as decisões dos leitores com base nessa informação financeira.

Por conseguinte, a relevância e a materialidade estão intimamente ligadas, porque ambas são definidas em função dos utentes ao tomarem decisões. No entanto, a relevância parte da natureza ou qualidade da informação, enquanto a materialidade depende da dimensão da mesma.

A relevância da informação pode ser perdida se houver demoras no seu relato; por isso, a informação deve ser tempestivamente relatada.

### **3.2.2 – Fiabilidade**

A fiabilidade é a qualidade que a informação tem de estar liberta de erros materiais e de juízos prévios, ao mostrar apropriadamente o que tem por finalidade apresentar ou se espera que razoavelmente represente, podendo, por conseguinte, dela depender os utentes.

Para que a informação mostre mais apropriadamente as operações e outros acontecimentos que tenha por finalidade representar, é necessário que tais operações e acontecimentos sejam apresentados de acordo com a sua substância e realidade económica e não meramente com a sua forma legal, e para que seja fiável deve também, e sobretudo, ser neutra, ou seja, estar ausente de preconceitos.

Deve ser obtida conjugação perfeita da relevância com fiabilidade, a fim de que o uso da informação seja maximizado.

### **3.2.3 - Comparabilidade**

A divulgação e a quantificação dos efeitos financeiros de operações e de outros acontecimentos devem ser registadas de forma consistente pela empresa e durante a sua vida, para identificarem tendências na sua posição financeira e nos resultados das suas operações.

Por outro lado, as empresas devem adoptar a normalização, a fim de se conseguir comparabilidade entre elas.

A necessidade de comparabilidade não deve confundir-se com a mera uniformidade e não pode tornar-se um impedimento á introdução de conceitos, princípios e normas contabilísticas aperfeiçoados. Também a empresa não deve permitir-se continuar a contabilizar da mesma maneira uma dada operação ou acontecimento se a política contabilística adoptada não se conformar com as características qualitativas da relevância e da fiabilidade, nem tão pouco, deixar de alterar as suas políticas contabilísticas quando existam alternativas relevantes e fiáveis.

Já no seu capítulo 4, eram descritos como princípios contabilísticos, o princípio: da continuidade, da consistência, da especialização (ou do acréscimo), da prudência, da substância sobre a forma, da materialidade e do custo histórico, cuja definição se apresenta:

**a) Da continuidade**

Considera-se que a empresa opera continuamente, com duração ilimitada. Desta forma, entende-se que a empresa não tem intenção nem necessidade de entrar em liquidação ou de reduzir significativamente o volume das suas operações.

**b) Da consistência**

Considera-se que a empresa não altera as suas políticas contabilísticas de um exercício para o outro. Se o fizer e a alteração tiver efeitos materialmente relevantes, esta deve ser referida de acordo com o anexo.

**c) Da especialização (ou do acréscimo)**

Os proveitos e os custos são reconhecidos quando obtidos ou incorridos, independentemente do seu recebimento ou pagamento, devendo incluir-se nas demonstrações financeiras dos períodos a que respeitam.

**d) Do custo histórico**

Os registos contabilísticos devem basear-se em custos de aquisição ou de produção, expressos quer em unidades monetárias nominais, quer em unidades monetárias constantes.

**e) Da prudência**

Significa que é possível integrar nas contas um grau de precaução ao fazer estimativas exigidas em condições de incerteza sem, contudo, permitir a criação de reservas ocultas ou provisões excessivas ou a deliberada quantificação de activos e proveitos por defeito ou de passivos e custos por excesso.

Devem também ser reconhecidas todas as responsabilidades ocorridas no período em causa ou num período anterior, mesmo que tais responsabilidades apenas tornem patentes entre a data a que se reporta o balanço e a data em que este é elaborado.

**f) Da substância sobre a forma**

As operações devem ser contabilizadas atendendo à sua substância e à realidade financeira e não apenas à sua forma legal.

**g) Da materialidade**

As demonstrações financeiras devem evidenciar todos os elementos que sejam relevantes (qualitativa e quantitativamente) e que possam afectar avaliações ou decisões pelos utilizadores interessados.

Daqui se pode depreender e confirmar a grande importância dada, ao custo de aquisição ou de produção, para a elaboração das demonstrações financeiras e por consequência, o seu uso generalizado para a mensuração dos activos constantes do balanço, tal como o mencionado anteriormente.

No entanto, a evolução da contabilidade a nível internacional (para o IASB o custo histórico não figurava, nem figura, como princípio contabilístico) e a necessidade de dar resposta a situações particulares, já consideradas em certas directrizes contabilísticas (DC), e que se traduziam em excepções ao uso do custo histórico, levaram a que, em 7 de Julho de 1993 a Comissão de Normalização Contabilística aprovasse a DC 13 – “Conceito de justo valor”, na qual, no parágrafo 3, explicitava que o uso deste conceito (justo valor) já se encontrava presente em outras DC tais como:

- Nota explicativa à conta 42 “Imobilizações corpóreas do Plano Oficial de Contabilidade”, a propósito da contabilização de bens em regime de locação financeira;
- Directriz contabilística n.º 1 “Tratamento contabilístico de concentrações de actividades empresariais”, para efeitos da aplicação do método da compra;
- Directriz contabilística n.º 2 “Contabilização, pelo donatário, de activos transmitidos a título gratuito”, como critério de valorimetria adequado;
- Directriz contabilística n.º 9 “Contabilização, nas contas individuais da detentora, de partes de capital em filiais e associadas”, para determinação da diferença referida no seu n.º 4 (Goodwill);
- Directriz contabilística n.º 12 “Conceito contabilístico de trespasse”, a fim de se poder determinar o trespasse das aquisições de actividades empresariais.

Sobre o que se entende por justo valor, a referida DC, no parágrafo 2, remetia para a DC n.º 1 “Tratamento contabilístico de concentrações empresariais”, segundo a qual o mesmo era definido como a *«quantia pela qual um bem (ou serviço) poderia ser trocado, entre um comprador conhecedor e interessado e um vendedor nas mesmas condições, numa*

*transacção ao seu alcance»*<sup>3</sup>. Por sua vez, no parágrafo 6.6, mencionava que na determinação do justo valor de terrenos e edifícios se devia observar os valores de avaliação usualmente estabelecidos com referência aos valores correntes de mercado, se disponível.

Em suma, com o POC, a base de mensuração geralmente utilizada para os elementos constantes nas DF era o custo histórico não obstante, em determinadas circunstâncias, ser possível a utilização de outras bases de mensuração como é o caso do justo valor. Até porque se reconhecia que o custo histórico, numa óptica de médio e longo prazo e numa conjuntura inflacionista e de crescimento económico, nem sempre proporcionava uma imagem verdadeira e apropriada da posição financeira da entidade; razão que levou *«muitas empresas a ajustar ocasionalmente algumas rubricas do balanço»* tal como era afirmado no ponto 1.1 da DC 16 “Reavaliação de Activos Imobilizados Tangíveis”.

A DC 16 no ponto 2.3 remetia para a DC 13, afirmando-se que os AFT poderiam ser reavaliados ao justo valor, recorrendo-se a avaliadores, permitindo assim que de forma facultativa, as entidades pudessem mensurar os terrenos e edifícios ao justo valor, quando entendessem que o custo histórico não reflectia uma verdadeira e apropriada imagem da entidade.

Em 13 de Julho de 2009 é publicado o Decreto-Lei n.º 158/2009 e, com este, entra em vigor, a 1 de Janeiro de 2010, um novo normativo contabilístico em Portugal - o Sistema de Normalização Contabilística (SNC) - que tem por base o Regulamento n.º 1606/2002/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho. Este normativo derogou o Decreto-Lei n.º 410/89, de 21 de Novembro - o Plano Oficial de Contabilidade (POC) e as Directrizes Contabilísticas (DC) vigentes à data - legislação que até então era utilizada na preparação e elaboração das demonstrações financeiras para a generalidade das entidades.

No anexo ao Decreto-Lei n.º 158/2009, no ponto 1.3, refere-se que o SNC é composto pelos seguintes instrumentos:

- Bases para a apresentação de demonstrações financeiras (BADF);

---

<sup>3</sup> A parte final do conceito foi alterada resultando melhor entendimento dos conceitos expressos na língua original (inglês).

- Modelos de demonstrações financeiras (MDF)<sup>4</sup>;
- Código de contas (CC)<sup>5</sup>;
- Normas contabilísticas e de relato financeiro (NCRF)<sup>6</sup>;
- Norma contabilística e de relato financeiro para pequenas entidades (NCRF-PE)<sup>7</sup>;
- Normas interpretativas (NI)<sup>8</sup>.

Sendo ainda mencionado, no referido anexo, que a Estrutura Conceptual (EC) constitui um documento autónomo, publicado pelo aviso n.º 15652/2009, de 7 de Setembro.

Com a entrada em vigor da nova EC<sup>9</sup>, a leitura passou a ser um pouco diferente, uma vez que se passou a falar em pressupostos subjacentes e em características qualitativas das demonstrações financeiras.

No parágrafo 24 da EC são apresentadas como principais características qualitativas da informação financeira: a compreensibilidade, a relevância, a fiabilidade e a comparabilidade; enquanto nos parágrafos 22 e 23, da mesma, se apresentam como pressupostos subjacentes: o Regime do Acréscimo e o da Continuidade.

Em relação às características qualitativas da informação financeira, pode afirmar-se que é acrescida a “compreensibilidade”, que no fundo corresponde à característica fundamental ou de base, sendo as restantes qualidades (a relevância, a fiabilidade e a comparabilidade) reescritas de forma mais explícita, mas sem modificação ao nível da sua essência. Os princípios da consistência, da prudência, da substância sobre a forma e da materialidade, foram indexados à própria característica financeira a que respeitam, pela sua estreita relação. Por exemplo, pode afirmar-se que a característica da relevância está intimamente ligada à materialidade uma vez que se entende por informação relevante aquela cuja natureza e/ou materialidade influencia a decisão de investir, não investir ou desinvestir.

---

<sup>4</sup> Portaria n.º 986/2009, de 7 de Setembro

<sup>5</sup> Portaria n.º 1011/2009, de 9 de Setembro

<sup>6</sup> Aviso n.º 15655/2009, de 7 de Setembro

<sup>7</sup> Aviso n.º 15654/2009, de 7 de Setembro

<sup>8</sup> Aviso n.º 15654/2009, de 7 de Setembro

<sup>9</sup> Salienta-se que a DC 18 estabelecia a ordem hierárquica quanto à aplicação das normas de contabilidade. Assim, quando se pretendia recorrer ao conceito de activo, passivo ou capital próprio ou até mesmo o que era a posição financeira ou o desempenho, dada a omissão do POC e das DC, recorria-se à estrutura conceptual do IASB, adoptada no regulamento n.º 1606/2002/CE do Parlamento Europeu do Conselho, de 19 de Julho de 2002.

Afirma-se que a compreensibilidade é, conforme o mencionado no parágrafo 25 da EC, a medida em que a informação proporcionada nas demonstrações financeiras deve ser rapidamente compreendida pelos utentes, presumindo que estes tenham um razoável conhecimento das actividades empresariais e económicas e da contabilidade e vontade de estudar a informação com razoável diligência, não podendo as matérias complexas serem omissas aos utentes com base no fundamento de serem demasiado difíceis para a compreensão de certos utentes.

Com base nos elementos, acima expostos, é possível elaborar o seguinte quadro comparativo sobre os elementos caracterizadores da informação financeira:

Tabela 3.1.1 - Tabela comparativa da qualidade da informação financeira do POC e do SNC

POC	SNC
<b>Principais características qualitativas</b>	
	Compreensibilidade
Relevância	Relevância
Fiabilidade	Fiabilidade
Comparabilidade	Comparabilidade
<b>Princípio / Pressuposto</b>	
Continuidade	Continuidade
Especialização (ou do acréscimo)	Regime do acréscimo
Consistência	(a)
Custo histórico	
Prudência	(a)
Substância sobre a forma	(a)
Materialidade	(a)

(a) Consideradas no SNC como características qualitativas, ainda que não principais. A estas características acrescem a neutralidade, a representação fidedigna e a plenitude.

Elaboração Própria

Como se pode verificar, a tabela acima exposta não tem correspondência para o princípio do custo histórico, uma vez que este apenas aparece tratado na EC, no capítulo da “Mensuração dos elementos das demonstrações financeiras”, reiterando que a base de mensuração geralmente adoptada pelas entidades ao preparar as suas demonstrações

financeiras é o custo histórico, à semelhança do POC, mas que este é geralmente combinado com outras bases de mensuração, numa mensuração subsequente (parágrafo 99 da EC).

Facto confirmado pelo parágrafo 98, que menciona que um elemento constante nas demonstrações financeiras poderá ser mensurado segundo as seguintes bases de mensuração:

- a) Custo histórico – os activos são registados pela quantia de caixa, ou equivalente de caixa paga ou pelo justo valor da retribuição dada para os adquirir no momento da sua aquisição. Os passivos são registados pela quantia dos proventos recebidos em troca da obrigação, ou em algumas circunstâncias (por exemplo, impostos sobre rendimento), pelas quantias de caixa, ou de equivalentes de caixa, que se espera que venham a ser pagas para satisfazer o passivo no decurso normal de negócios.
- b) Custo corrente – Os activos são registados pela quantia de caixa ou equivalente de caixa que teria de ser paga se o mesmo ou um activo equivalente fosse correntemente adquirido. Os passivos são registados pela quantia não descontada de caixa, ou de equivalente de caixa, que seria necessária para liquidar correntemente a obrigação.
- c) Valor realizável (de liquidação) - os activos são registados pela quantia de caixa, ou de equivalente de caixa, que possa ser correntemente obtida ao vender um activo numa alienação ordenada. Os passivos são escriturados pelos seus valores de liquidação; isto é, as quantias não descontadas de caixa ou equivalentes de caixa que se espera que sejam pagas para satisfazer os passivos no decurso normal dos negócios.
- d) Valor presente – Os activos são escriturados pelo valor presente descontado dos futuros influxos líquidos de caixa que se espera que o item gere no decurso normal dos negócios. Os passivos são escriturados pelo valor presente descontado dos futuros exfluxos líquidos de caixa que se espera que sejam necessários para liquidar os passivos no decurso normal dos negócios.
- e) Justo Valor – Quantia pela qual um activo poderia ser trocado ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso, numa transacção em que não existia relacionamento entre elas.

Comparando os dois conceitos de justo valor, o presente e enunciado aquando da DC 13, pode-se verificar que existe uma condição que foi acrescida ao mesmo: “em que não exista relacionamento entre as partes”, o que confere um aumento no grau de transparência das transacções.

Não obstante o presente estudo ter por objecto os fundos de investimento imobiliário, afigura-se importante analisar as referências existentes relativas à mensuração dos imóveis na normalização contabilística para as entidades em geral.

Os imóveis são classificados como activo<sup>10</sup>, na medida em que cumpram os requisitos previstos no parágrafo 49 aliena a) da EC; contudo, podem ser sujeitos a diversas classificações conforme a finalidade prevista para os mesmos. Assim podem ser evidenciados no balanço como: inventários, activos fixos tangíveis ou propriedades de investimento.

Os imóveis serão classificados como inventários se cumprirem algum dos seguintes requisitos dispostos no parágrafo 6 da NCRF 18:

- a) Forem detidos para venda no decurso ordinário da actividade empresarial;
- b) Se encontrarem em processo de produção para tal venda; ou
- c) Estiverem na forma de materiais ou de consumíveis a aplicar no processo de produção ou na prestação de serviços

Em termos de mensuração, o parágrafo 9 da NCRF 18 determina que os inventários devem estar mensurados pelo custo ou pelo valor realizável líquido, dos dois o mais baixo.

De acordo com o parágrafo 6 da NCRF 7, os imóveis são classificados como activos fixos tangíveis (AFT), se forem detidos para uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços ou para fins administrativos e se espera que sejam usados durante mais do que um período. Contudo, quando a propriedade (terreno ou edifício – ou parte do edifício – ou ambos) detida (pelo dono ou pelo locatário numa locação financeira) sirva o intuito de obter rendas ou para valorização do capital ou para ambas as finalidades e não seja para o uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços para finalidades administrativas, ou para a venda no decurso ordinário do negócio, os imóveis são enquadrados como propriedades de investimento, face ao disposto no parágrafo 5 da NCRF11.

A classificação do item como AFT ou como propriedade de investimento é relevante na medida em que permite bases de mensuração diferentes, tal como o previsto nas NCRF.

---

<sup>10</sup> Activo é um recurso controlado por uma entidade como resultado de acontecimentos passados e do qual se espera que fluam para a entidade benefícios económicos futuros.

No caso dos AFT, no parágrafo 16 da NCFR 7, menciona-se que a sua mensuração inicial deve ser ao custo e, na sua mensuração subsequente, ou seja, após o reconhecimento, segundo o parágrafo 29 da NCFR7, a entidade pode adoptar como política contabilística o modelo do custo (parágrafo 30) ou o modelo de revalorização (parágrafo 31) e deve aplicar essa política a uma classe inteira de activos fixos tangíveis.

Entende-se como modelo do custo a escrituração de um AFT pelo seu custo menos qualquer depreciação acumulada e quaisquer perdas de imparidade acumuladas; e, como modelo de revalorização (parágrafo 31), a escrituração de um ATF pela sua quantia revalorizada, ou seja, ao justo valor do bem desde que possa ser mensurado fiavelmente, entendendo-se por quantia revalorizada o seu justo valor à data da revalorização menos qualquer depreciação acumulada subsequente e perdas por imparidade acumuladas subsequentes.

Em relação ao modelo de revalorização, a NCFR 7 faz algumas recomendações. Ainda no parágrafo 31 seja mencionado que as revalorizações devem ser feitas com suficiente regularidade para assegurar que a quantia escriturada não difira materialmente daquela que seria determinada pelo uso do justo valor à data de balanço. No parágrafo 32 é ainda ressalvado que o justo valor de terrenos e edifícios deve ser determinado a partir de provas com base no mercado por avaliação que deverá ser realizada por avaliadores profissionalmente qualificados e independentes. No parágrafo 34 menciona-se que a frequência das revalorizações depende das alterações nos justos valores dos activos fixos tangíveis que estão a ser revalorizados, uma vez que quando o justo valor de um activo revalorizado difere materialmente da sua quantia escriturada, é exigida uma nova revalorização. As revalorizações deverão ser feitas numa base anual para AFT que sofram alterações significativas e voláteis no justo valor. Para os AFT cujo justo valor seja mais estável pode-se fazer a revalorização apenas a cada três ou cinco anos.

No caso de o activo ser classificado como propriedade de investimento é definido, no parágrafo 20 da NCFR 11, que a mensuração inicial deve ser feita ao custo, e nas mensurações subsequentes, tal como mencionado no parágrafo 30, a entidade pode adoptar o modelo do custo (parágrafo 58) ou o modelo do justo valor (parágrafos 35 a 57).

Recaindo a opção no modelo do custo, este afigura-se idêntico ao acima exposto relativamente aos AFT, uma vez que o parágrafo 58 da NCFR 11 faz remissão para a NCFR 7. Razão pela qual nos iremos centrar no modelo do justo valor que, segundo o parágrafo 38 da NCFR 11, é o preço pelo qual a propriedade poderia ser trocada entre

partes conhecedoras e dispostas a isso, numa transacção em que não exista relacionamento entre as mesmas. O justo valor exclui especificamente um preço estimado inflacionado ou deflacionado por condições ou circunstâncias especiais tais como financiamento atípico, acordos de venda e relocação, considerações especiais ou concessões dadas por alguém associado à venda. Salienta-se ainda que, segundo o parágrafo 40 da referida NCRF, o justo valor da propriedade de investimento deve reflectir as condições de mercado à data de balanço.

Devem ainda destacar-se as seguintes diferenças relativamente ao tratamento contabilístico dos imóveis consoante sejam enquadrados nos AFT ou em propriedades de investimento:

- Como AFT o efeito das revalorizações afecta sempre o capital próprio, a menos que estejamos em cenários de desvalorização e esta já se mostre inferior ao anteriormente registado no capital próprio. Por outro lado, e independentemente do modelo, os activos são sempre sujeitos a depreciação.
- Como propriedades de investimento, as variações do justo valor afectam sempre o resultado do período. Por outro lado, sendo adoptado o modelo do justo valor os activos não são depreciados.
- Ainda que os imóveis classificados como propriedades de investimento sejam mensurados ao custo, o justo valor deve ser objecto de divulgação.

Em resumo, e esquematicamente, as bases de mensuração dos activos imobiliários podem apresentar-se como se segue:

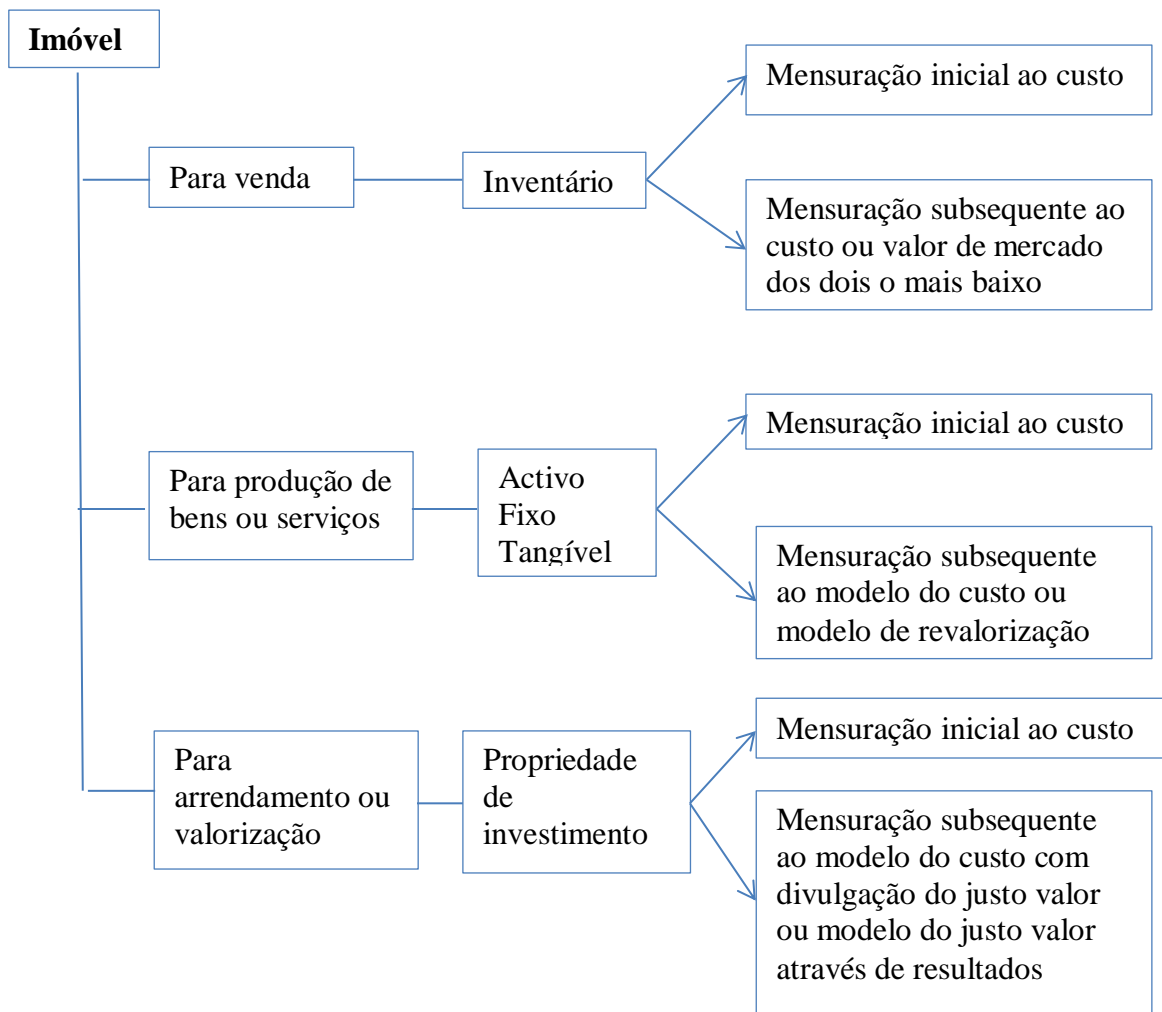


Figura 3.1.1 - Reconhecimento e mensuração de activos fixos  
Elaboração própria

### 3.2 O REFERENCIAL CONTABILÍSTICO APLICÁVEL AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Os fundos de investimento imobiliário estão sujeitos a um referencial contabilístico próprio aprovado pela CMVM e publicado pelo Regulamento n.º 2/2005, de 14 de Abril de 2005<sup>11</sup>, situação que decorre do art.º 31º do Decreto-Lei n.º 60/2002 republicado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho, segundo o qual:

<sup>11</sup> Este regulamento revoga o Regulamento n.º 11/2002 em virtude das alterações ao regime jurídico dos FII ocorrido em 2005.

1 - A contabilidade dos fundos de investimento é organizada de harmonia com as normas emitidas pela CMVM.

2 - A entidade gestora elabora para cada fundo de investimento um relatório e contas anual relativo ao exercício findo em 31 de Dezembro anterior e um relatório e contas semestral referente ao 1.º semestre do exercício, que integram os seguintes documentos:

- a) Relatório de gestão, incluindo, nomeadamente, a descrição da actividade e dos principais acontecimentos relativos ao fundo de investimento no período;
- b) Balanço;
- c) Demonstração dos resultados;
- d) Demonstração dos fluxos de caixa; e
- e) Anexos aos documentos referidos nas alíneas b) a d).

3 - Os relatórios e contas dos fundos de investimento são objecto de relatório elaborado por auditor registado na CMVM.

4 - As sociedades gestoras devem igualmente elaborar relatório de gestão e contas semestrais dos fundos de investimento, com referência a 30 de Junho, que são objecto de parecer pelo auditor do fundo de investimento.

5 - O auditor do fundo de investimento deve comunicar à CMVM, com a maior brevidade, os factos de que tenha tido conhecimento no exercício das suas funções e que sejam susceptíveis de constituir infracção às normas legais ou regulamentares que regulam o exercício da actividade dos fundos de investimento ou que possam determinar a escusa de opinião ou a emissão de opinião adversa ou com reservas, designadamente no que respeita aos aspectos sobre os quais o auditor está obrigado a pronunciar-se no âmbito do disposto no número anterior.

Exceptuam-se da obrigatoriedade da prestação de contas semestral os FIIF de subscrição particular conforme disposto na alínea c) do n.º 3 do art.º 48º do referido diploma.

A prestação de informação sobre as contas acima mencionadas é efectuada segundo o disposto no art.º 32º do mesmo Decreto-Lei, nos termos seguintes:

1 - Os relatórios e contas dos fundos de investimento e os respectivos relatórios do auditor são publicados e enviados à CMVM no prazo de:

- a) Três meses contados do termo do exercício anterior, para os relatórios anuais;
- b) Dois meses contados do termo do semestre do exercício, para os relatórios semestrais.

2 - A publicação referida no número anterior pode ser substituída pela divulgação de um aviso com a menção de que os documentos se encontram à disposição do público nos locais indicados no prospecto e regulamento de gestão e que os mesmos podem ser enviados sem encargos aos participantes que o requeiram.

3 - Os relatórios e contas são facultados, sem qualquer encargo, aos investidores e aos participantes que os solicitem, estando disponíveis ao público nos termos indicados no prospecto e regulamento de gestão.

De acordo com o ponto 3.1. – “Estrutura e articulação de contas” do referido Regulamento n.º 2/2005, o modelo preconizado aproxima-se do plano de contas bancário embora tendo sido integrados os aspectos e conceitos mais adequados quer do plano oficial de contabilidade aprovado para a generalidade das empresas, quer dos normativos internacionais, particularmente das directivas do Conselho das Comunidades Europeias. Desta forma, encontram-se ao longo da análise pontos muito semelhantes ao POC, embora adaptados à figura dos FII, explicitando-se as suas particularidades.

O Regulamento da CMVM n.º2/2005 encontra-se dividido em 7 capítulos, que seguidamente se analisarão com maior detalhe:

1. Introdução;
2. Princípios contabilísticos e critérios valorimétricos;
3. Estrutura e articulação de contas;
4. Conteúdo e regras de movimentação das contas;
5. Contabilização de operações;
6. Demonstrações financeiras;
7. Anexo.

Ao longo deste trabalho é referido que as contas dos fundos devem proporcionar uma imagem verdadeira e apropriada do património do fundo e dos resultados das suas operações, procurando evidenciar de uma forma simples e objectiva o valor líquido global do fundo, bem como os elementos económicos e financeiros necessários ao acompanhamento da rendibilidade e do risco. Pretende-se, através da normalização do sistema contabilístico dos FII, contribuir para a protecção dos interesses dos investidores, proporcionando-lhes uma informação de leitura simples e útil que lhes facilite a tomada de decisão de investimento, apoiar a gestão e a tomada de decisão das próprias entidades

gestoras e proporcionar às autoridades de supervisão modelos de acompanhamento e controlo simples e eficientes.

Menciona-se ainda que os fundos encerram anualmente as suas contas<sup>12</sup>, com referência a 31 de Dezembro de cada ano, sendo obrigatoriamente acompanhadas de relatório de auditoria emitido por auditor registado na CMVM. Assim, é determinado que os FII apresentam contas, pelo menos, anualmente, aos seus participantes a 31 de Dezembro, e terão também de prestar contas com um carácter semestral os que não tenham isenção ou que tendo isenção o Regulamento de Gestão obriga. Nesta prestação de contas deve constar informação sobre a determinação do valor líquido de cada unidade de participação em que o Regulamento n.º 2/2005 destaca o seguinte:

- Valorização das operações ao seu valor de mercado, as quais se estruturam em torno das seguintes categorias: investimentos em imóveis, valores mobiliários, contratos a prazo, divisas e outros instrumentos de dívida. O valor actual é representado pelo valor de mercado, ou na sua ausência, por um valor que observe o princípio da prudência;
- Inscrição no passivo (2.º membro do balanço) dum grupo representativo do valor líquido global do fundo (capital do fundo). Esta inscrição permite determinar o valor líquido da unidade de participação, dividindo o valor global e respectivos direitos pelo número de unidades. No caso da emissão de unidades de participação com diferentes categorias, o valor unitário de cada categoria é aferido dividindo o valor líquido global afecto a cada categoria, de acordo com os direitos consagrados no Regulamento de Gestão, pelo número de unidades de participação da mesma;
- Apresentação, em anexo, de quadros de exposição ao risco. A exposição ao risco constitui uma informação de importância muito significativa para os investidores. Os modelos de quadros de exposição ao risco seguem de próximo a estrutura de contas preconizada para o registo dos contratos a prazo (operações sobre taxas de juro, taxas de câmbio e sobre cotações).

---

<sup>12</sup> As contas do fundo são constituídas pelo balanço, pela demonstração dos resultados, pela demonstração dos fluxos de caixa e pelo anexo, as quais formam um todo, sendo acompanhadas pelos demais relatórios e pareceres previstos na lei.

É salientado neste diploma que a informação financeira visa não só contribuir para a protecção dos interesses dos associados e de terceiros, como também assegurar a comparabilidade e a fiabilidade da informação financeira, razão pela qual no ponto 6.2 – “Características da informação financeira” do referido regulamento se refere que são adoptadas como características da informação financeira:

- A relevância;
- A fiabilidade;
- A comparabilidade.

A **relevância** tem a ver com a capacidade da informação em influenciar as decisões dos seus utilizadores, ajudando-os a avaliar os acontecimentos passados, presentes e futuros ou a confirmar ou a corrigir as suas avaliações passadas. A objectividade e rapidez da informação constituem os elementos fundamentais para a sua relevância.

Assim, uma informação deixa de ser relevante quando a sua omissão ou erro não influenciar a decisão do gestor, ou quando não for tempestivamente relatada, isto é, houver demoras no seu relato. A relevância está muito ligada à utilidade da informação financeira, pelo que a oportunidade na sua divulgação e a objectividade para que seja compreensível ao utilizador, constituem factores críticos desta característica.

Tendo em atenção, esta característica foi dado particular desenvolvimento ao registo dos factos extrapatrimoniais e à explicitação em quadros do anexo da respectiva exposição ao risco, pelo que as demonstrações financeiras e anexos devem ser consideradas como um todo.

A **fiabilidade** consiste na característica que a informação tem de estar liberta de erros materiais e de juízos prévios. Assim, deve ser capaz de evidenciar de forma apropriada a realidade que tem por finalidade representar ou se espera que represente.

Para que a informação seja fiável, os factos devem ser registados de acordo com a sua substância e realidade económica e financeira e não apenas com base na sua forma legal ou documental. A neutralidade e a objectividade dos princípios e critérios utilizados nos registos das operações, constituem requisitos fundamentais para a obtenção de informação fiável.

A existência de informação relevante e fiável reduz o risco e maximiza a sua utilidade aos diferentes utilizadores.

A **comparabilidade** deve ser entendida como a característica da informação financeira em ser confrontada com os impactos financeiros de operações similares quer no tempo, quer no espaço.

A comparabilidade no tempo leva a que, numa dada unidade, os factos sejam registados de forma consistente ao longo dos vários períodos. Desta forma, será possível acompanhar, durante a sua vida, a evolução e tendências na posição financeira e nos resultados das operações realizadas.

A comparabilidade no espaço permite que a posição financeira e os resultados de uma determinada unidade possam ser confrontados com unidades com actividade equivalente e analisadas no âmbito de um sector, pelo que todas deverão adoptar sistemas normalizados assentes em princípios, critérios e regras comumente aceites.

Contudo, esta normalização não significa uniformização total, nem tão pouco um meio que constitua impedimento à introdução de conceitos, princípios e técnicas contabilísticas mais aperfeiçoadas. Uma entidade não se vê forçada a contabilizar da mesma maneira uma dada operação ou facto, se a política contabilística adoptada permitir obter a informação requerida de forma também relevante e fiável.

São adoptados como princípios contabilísticos, tal como mencionado no ponto 2.2 – “Princípios contabilísticos” do referido regulamento, os seguintes:

**Continuidade** - Considera-se que o fundo de investimento opera continuamente, com duração ilimitada, entendendo-se que não tem intenção nem necessidade de entrar em liquidação, sem prejuízo de os fundos fechados terem duração limitada.

**Consistência** – Considera-se que o fundo de investimento não altera as suas regras, princípios, critérios e políticas contabilísticas de um período para o outro. Se o fizer e o efeito for materialmente relevante, deve referir o facto no anexo.

**Materialidade** – As demonstrações financeiras do fundo de investimento devem evidenciar todos os elementos que sejam relevantes (qualitativa e quantitativamente) e que possam afectar avaliações ou decisões pelos utilizadores interessados.

**Substância sobre a forma** - As operações devem ser contabilizadas atendendo à sua substância, isto é, à realidade dos factos e não apenas à sua forma documental ou legal.

**Especialização** – Os elementos patrimoniais do fundo devem ser valorizados e reconhecidos de acordo com a periodicidade do cálculo do valor das unidades de participação, independentemente do seu recebimento ou pagamento, devendo incluir-se nas demonstrações financeiras do período a que dizem respeito, bem como os seus ajustamentos de valor daqui decorrentes.

**Prudência** - Significa que é possível integrar nas contas um grau de precaução ao fazer estimativas exigidas em condições de incerteza sem, contudo, permitir a criação de reservas ocultas ou provisões excessivas ou a deliberada quantificação de activos e proveitos por defeito ou de passivos e custos por excesso.

Como se constata, o princípio do custo histórico não consta do elenco de princípios enunciados, na medida em que, os activos imobiliários estão sujeitos a regras de mensuração específicas. Segundo o art.º 8º do Regulamento CMVM n.º 8/2002, no caso dos imóveis, estes devem ser valorizados no intervalo compreendido entre o respectivo valor de aquisição e a média simples do valor atribuído pelos respectivos relatórios de avaliação efectuados com a periodicidade mínima de dois anos por, pelo menos dois peritos independentes registados na CMVM; e no caso, dos projectos de construção, estes, devem ser reavaliados de acordo com os métodos definidos no regulamento de gestão dos fundos ou sempre que o auto de medição da situação da obra, elaborado pela empresa de fiscalização, apresentar uma incorporação de valor superior a 10% relativamente ao anterior. Assim, o ponto 2.3.3 – “Activos imobiliários” do Regulamento da CMVM n.º 2/2005, define que:

- Os imóveis devem ser avaliados por, pelo menos dois peritos independentes registados na CMVM previamente à sua aquisição, alienação e ao desenvolvimento de projectos de construção, sempre que ocorram alterações significativas do seu valor e com a periodicidade mínima de dois anos;
- O valor atribuído aos imóveis deverá situar-se no intervalo compreendido entre o custo de aquisição e a média aritmética simples das avaliações periciais;
- A valorização dos direitos de exploração económica está igualmente sujeita à avaliação feita por, pelo menos, dois peritos avaliadores, devendo ser valorizados no intervalo compreendido entre o respectivo custo de aquisição e a média simples do valor atribuído pelos respectivos relatórios de avaliação efectuados;
- Os ajustamentos em activos imobiliários deverão ser registados na conta 38 – ajustamentos em activos imobiliários, por contrapartida das contas 733/833 – Perdas/Ganhos em operações financeiras e activos imobiliários – em activos imobiliários, e respectivas subcontas, conforme se trate de ajustamentos desfavoráveis ou ajustamentos favoráveis. Não é, pois, necessário proceder a amortização ou à constituição de provisões.

No ponto 3.1 – “Estrutura e articulação das contas” do mesmo regulamento são apresentadas como principais particularidades:

1. A ênfase dada à distinção entre os factos patrimoniais e extrapatrimoniais justifica-se pelo actual e previsível crescimento do recurso de derivados. Para além dos impactos económicos e financeiros imediatos os quais são registados nas respectivas contas patrimoniais, há que acompanhar os valores inerentes aos contractos celebrados, com conseqüente exposição do risco, os quais deverão ser evidenciados em anexo às demonstrações financeiras, das quais deve fazer parte integrante;
2. A estrutura das contas foi preconizada com vista à elaboração, duma forma directa, do Balanço, da Demonstração de Resultados e dos quadros do Anexo. Desta forma, prevê-se a elaboração da Demonstração dos Fluxos Monetários não a partir das contas constantes no Plano mas através de uma tabela própria associada às operações registadas nas contas de disponibilidades.
3. A definição das classes de contas teve por base os grandes grupos de elementos patrimoniais e de operações identificáveis neste tipo de negócio. Houve a preocupação de definir uma classe de contas que, conjuntamente com o resultado líquido do período, nos permitisse identificar o valor líquido do fundo, bem como as causas das suas variações;
4. As oito classes de contas reservadas às contas para registo dos factos de natureza patrimonial, foram integralmente utilizadas. Ficou totalmente livre a classe 0, a qual poderá ser adoptada às necessidades específicas de cada sociedade gestora.

De notar que o ponto um faz a distinção entre rubricas patrimoniais e rubricas extrapatrimoniais, entendendo-se por rubricas patrimoniais aquelas que directa ou indirectamente afectam a composição do património e por rubricas extra patrimoniais aquelas que ainda não afectaram mas que a sua probabilidade de acontecimento é quase certa, estando nestas circunstâncias os contratos promessa compra e venda. Estes contratos não afectam o balanço, no entanto são de divulgação obrigatória no anexo.

Desta forma, obtém-se o seguinte quadro da estrutura geral das contas:

<b>Estrutura Geral das Contas</b>			
<b>Tipo de factos</b>	<b>Natureza da informação</b>	<b>Classe de Contas</b>	
		<b>Código</b>	<b>Designação</b>
<b>Patrimoniais</b>	<b>Balço</b>	1	Disponibilidades
		2	Cart. de Títulos e Participações
		3	Activos Imobiliários
		4	Terceiros
		5	Acréscimos e Diferimentos
		6	Capital
	<b>Resultados</b>	7	Custos e Perdas
		8	Proveitos e Ganhos
<b>Extrapatrimoniais</b>	<b>Anexos</b>	9	Extrapatrimoniais

Figura 3.2.1 - A estrutura geral das contas

Fonte: Regulamento da CMVM 2/2005 ponto 3.1

No que se refere à articulação das contas relativas aos activos imobiliários, a mesma pode sintetizar-se como se segue:



Figura 3.2.2 - A movimentação das contas da classe 3

Fonte: Adaptado do ponto 3.1 do Regulamento da CMVM 2/2005

A movimentação acima reflectida visa contemplar as contas representativas da rubrica do activo imobiliário, em relação: ao seu custo de aquisição, bem como às correspondentes flutuações de valor, quer considerando as suas valorizações (mais valias potenciais), quer considerando as suas desvalorizações (menos valias potenciais), por forma a reflectir-se no

final o seu valor líquido. Este esquema, entende-se da maior relevância para o entendimento das DF, no que respeita à sua leitura por parte dos diversos utilizadores das mesmas, nomeadamente aos participantes de capital e para os auditores que deverão emitir uma opinião sobre as mesmas.

O registo de cada elemento da carteira de investimento, como sejam: construções acabadas, projectos de construção ou conexos a estes, será registado, segundo o Regulamento n.º 2/2005, na classe 3, estando esta classe sujeita à seguinte codificação:

<b>Estrutura Global da Classe de Contas</b>						
<b>Natureza das contas de razão</b>		<b>Tipo Entidade</b>		<b>Localização</b>		<b>Tabela auxiliar</b>
<b>Código</b>	<b>Designação</b>	<b>Código</b>	<b>Designação</b>	<b>Código</b>	<b>Designação</b>	
<b>31</b>	Terrenos	CM	Comércio	P	Portugal	A-Moeda
<b>32</b>	Construções	HB	Habitação	U	União Europeia	
<b>33</b>	Direitos	SV	Serviços	O	Outros países	
<b>34</b>	Adiantamentos em imóveis	OT	Outros			
<b>35</b>	Outros Activos					
<b>38</b>	Ajustamentos em activos imobiliários					
<b>Exemplos de Codificação</b>						
<b>Código</b>	3111.P		<b>Código</b>	331.XX.P		
<b>Designação</b>	Terreno urbano, arrendado, Portugal		<b>Designação</b>	Direito de arrendamento do imóvel XX, Portugal		
<b>Código</b>	3221.P		<b>Código</b>	38121.XX.U		
<b>Designação</b>	Projectos de construção, Portugal		<b>Designação</b>	Ajustamento favorável no imóvel XX, União Europeia		

Figura 3.2.3 - Codificação de contas

Fonte: Regulamento CMVM n.º 2/2005

Importa ainda referir a especial relevância que assume para a compreensão da informação a nota 1 e a nota 3 do anexo. Na nota 1 é reflectida para cada imóvel a diferença entre o valor contabilístico ou valor líquido do bem e o valor resultante da média aritmética simples das avaliações, ou seja as mais e menos valias potenciais não registadas contabilisticamente, enquanto na nota 3 se expõe a carteira discriminada dos activos do fundo de acordo com o regulamento da CMVM n.º 8/2002, mencionando para cada activo o custo e a data de aquisição, a data e o valor da avaliação 1, a data e o valor da avaliação 2 e o seu valor líquido, tal como se ilustra seguidamente:

<b>1 - Imóveis Situados em Estados da União Europeia</b>	<b>Área (m2)</b>	<b>Data Aquisição</b>	<b>Preço Aquisição</b>	<b>Data Aval. 1</b>	<b>Valor Aval. 1</b>	<b>Data Aval. 2</b>	<b>Valor Aval. 2</b>	<b>Valor Imóvel</b>
<b>13 - Projectos de construção</b>								
<b>14 - Construções Acabadas</b>								
<b>141 - Arrendadas</b>								
<b>142 - Não arrendadas</b>								

Figura 3.2.4 – Exemplo ilustrativo da nota 3 do anexo

Fonte: Adaptado do Regulamento CMVM n.º 8/2002

### **3.3 AVALIAÇÃO DOS ACTIVOS IMOBILIÁRIOS E MENSURAÇÃO CONTABILÍSTICA**

No que se refere à avaliação dos activos imobiliários, o art.º 7 do Regulamento da CMVM n.º 8/2002, dispõe que a avaliação dos imóveis deve ser efectuada por forma a fornecer à entidade gestora e aos participantes a informação objectiva e rigorosa relativamente ao melhor preço que poderia ser obtido, caso o imóvel fosse alienado no momento da avaliação, em condições normais e de mercado.

Segundo Veiga (513:1999), o valor de um imóvel é o seu valor venal, determinado de acordo com:

- a) o melhor preço que poderia ser obtido se fosse vendido (preço);
- b) em condições normais de mercado (mercado);
- c) no momento da avaliação (tempo).

A avaliação tem que ser feita por dois peritos independentes (independentes em relação às entidades comercializadoras e conexas, mas também entre si) registados na CMVM, nomeados por um acordo comum entre a entidade gestora e o depositário.

A perícia terá que ocorrer:

- a) sempre que haja aquisição de um imóvel (perícia por aquisição);
- b) com a periodicidade mínima bianual (perícia bianual ordinária); e
- c) sempre que ocorra uma alteração significativa do seu valor (perícia extraordinária).

Existem, *in lato sensu*, situações que provocam alterações significativas do valor do imóvel tais como:

- a) Perda ou destruição total ou parcial do imóvel;
- b) Aprovação de projectos de construção;
- c) Arrendamento do imóvel;
- d) Desocupação do imóvel.

Desta forma, deve entender-se por avaliação:

a opinião individual de um profissional acerca do montante do capital, renda ou valor de uma propriedade num determinado contexto. Tal opinião é datada e fundamentada num conjunto de factores relevantes de pressupostos, de entre os quais são de destacar os seguintes:

- Que o vendedor tem necessidade de vender;
- Que há uma folga de tempo para que os interessados se possam informar sobre o próprio mercado, tendo em conta o estado circunstancial deste tipo de propriedade em causa. O período de tempo deve ser também suficiente para que o acordo do preço e dos termos de concretização da transacção se processe sem precipitações por parte do vendedor, do comprador e do avaliador;
- Que o comportamento do mercado, o nível dos valores e outras circunstâncias relevantes são os mesmos que enquadram as datas de avaliação, do contrato do negócio e da sua concretização;
- Que não é dada qualquer relevância a factores de oportunidade gerados por uma procura circunstancial ou motivados por um interesse especial;
- Que as partes envolvidas na transacção aceitam fazê-la de forma esclarecida, prudentemente e sem quaisquer pressões.

É de sublinhar ainda que a avaliação é uma opinião acerca do valor de um bem, determinado segundo pressupostos específicos, independentemente de eventuais negociações e conveniências das partes.

The Royal Institution of Chartres Surveyors Appraisal and Valuation Manual  
(1995) apud Veiga (129:1999)

A estimativa do valor do produto imobiliário deve seguir alguns princípios, dos quais Costa (113:2012) destaca três, que se seguem:

1. O princípio das alternativas, em que a ideia que sobressai é que qualquer uma das partes envolvidas tem alternativas de investimento àquela transacção;

2. O princípio da substituição, em que se consubstancia a ideia que o valor de um bem tende a ser determinado pelo custo de aquisição de outro bem que apresente as características adequadas para o substituir; e
3. O princípio dos benefícios futuros, que estabelece que o valor económico reflecte benefícios futuros antecipados.

A lei, de acordo com estes três princípios, através do Regulamento da CMVM n.º 8/2002, no seu art.º 16º, estabelece que os métodos avaliativos a serem adoptados pelos peritos avaliadores são:

- O método comparativo
- O método do rendimento
- O método do custo

Segundo Pardal (139-146:2011), o método comparativo consiste na determinação do valor de um prédio, fundamentando-se na informação recolhida sobre os preços de transacção e rendas de prédios semelhantes, ou de algum modo comparáveis àquele que está a ser objecto de avaliação e localizados nas suas vizinhanças ou em círculos de mercado com características idênticas, sendo evidenciadas as características quantitativas e qualitativas que serviram de base a essa comparação. Este método tem por característica resultar em valores mais especulativos em períodos de expansão, uma vez que tomam em consideração os valores publicitados, que raramente correspondem ao valor efectivo; já em períodos recessivos, os resultados da avaliação tendem a ser mais conservadores, atendendo à pressão dos financiadores e aos receios da degradação do mercado a médio prazo. Em suma este método *«estabelece o valor através da análise de transacções de propriedades comparáveis»* Costa (120:2012).

A avaliação pelo método do custo, segundo Pardal (139-146:2011), implica a fragmentação da propriedade considerando dois conjuntos de componentes principais. As relativas ao solo e as relativas ao edificado e as suas características. Este método permite explicar eventuais discrepâncias entre o valor de mercado e o valor resultante dos custos normais formatados pelo sector da construção civil e os custos de contexto que, observados em conjunto e comparados, ajudam a desenvolver um juízo crítico sobre o estado do mercado e o da sua regulamentação; assim, destaca-se a vantagem de este método proporcionar ao comprador a possibilidade de confrontar os valores de mercado de um determinado prédio com o custo envolvido na compra do terreno e construção de um

prédio em condições semelhantes e, porventura, mais funcionais para o fim em vista, ou seja, *«baseia-se na premissa de que um comprador informado não pagaria pela propriedade mais do que o custo de construção de uma propriedade substituta com a mesma utilidade da propriedade em estudo»* Costa (120:2012).

Já a avaliação pelo método da capitalização do rendimento, é descrita por Pardal (139-146:2011), como o método que se baseia na capacidade de o prédio gerar receitas de rendimento e de retorno, sendo os prédios adquiridos como um investimento, ou seja, este método baseia-se na antecipação de benefícios económicos estimando o seu valor actual. Assim, a previsão do rendimento confronta-se sempre com incertezas e riscos associados às alterações que ocorrem no quadro geral da economia, das finanças e que de algum modo, possam afectar o rendimento e o valor do prédio. O valor da renda, definida por Pardal (145:2011), é necessária para sustentar o investimento e deve levar em conta os seguintes factores:

- O valor de mercado dos imóveis;
- A igualdade/paridade com outras formas de investimento em prédios de rendimento, nomeadamente, no que diz respeito ao regime fiscal;
- Os encargos que o proprietário/senhório tem de suportar para conservar o imóvel: impostos (IMI, IRS e IRC), o seguro do prédio, os custos administrativos e outras despesas imprevistas para além dos factores de risco;
- A margem de lucro (rendimento líquido) e a taxa de amortização do investimento realizado;
- A confiança no mercado de arrendamento;
- O funcionamento da justiça em tempo útil.

Esta renda, terá de ser confrontada com a renda de mercado e com a renda efectivamente cobrada com base no contrato de arrendamento. Em suma, pode-se afirmar que este método *«estabelece o valor através da antecipação de benefícios futuros inerentes à posse da propriedade.»* Costa (120:2012)

Conclui-se, pois, que a avaliação se traduz numa opinião sobre um valor estimado para um determinado imóvel, o qual se assume como sendo o valor de mercado, ou seja, *«o montante estimado de transacção de uma propriedade, à data de referência da avaliação, entre um livre comprador e um livre vendedor, em igualdade de circunstâncias, depois de*

*se ter realizado um marketing adequado da mesma, em que ambas as partes atuaram com conhecimento, prudência e sem pressão.»* ESV1 – do European Valuations Standards (2009) apud Costa (96:2012). Destaca-se que a definição de valor de mercado, em contexto de avaliação, é semelhante à definição de justo valor, em contexto de informação financeira, sendo por isso possível dizer que o valor de avaliação é o justo valor do imóvel.

Salienta-se que, aquando da avaliação de um imóvel, os peritos avaliadores deverão usar dois dos três métodos acima mencionados; no entanto, a título excepcional, o avaliador poderá recorrer a outros métodos quando constate que os métodos previstos na regulamentação, não se afigurem adequados para determinar o valor do imóvel. Neste caso, o avaliador deve fundamentar a adopção de um outro método e expor as causas para não utilizar os métodos propostos por lei. Caso o avaliador adopte outro método, deverá emitir dois relatórios, um que resultaria da aplicação dos métodos legalmente previstos e um outro com a avaliação alternativa.

O avaliador, quando emite relatório de avaliação, deve ter em atenção o art.º 18º e anexo II do Regulamento da CMVM n.º 8/2002, uma vez que o relatório tem de obedecer, em estrutura e conteúdo, ao regulamentado.

Como anteriormente foi mencionado, os imóveis devem ser avaliados por, pelo menos, dois peritos independentes registados na CMVM, previamente à sua aquisição, alienação e ao desenvolvimento de projectos de construção, sempre que ocorram alterações significativas do seu valor e com periodicidade mínima de dois anos.

O valor contabilístico atribuído aos imóveis deverá situar-se no intervalo compreendido entre o custo de aquisição e a média aritmética simples das avaliações periciais.

A valorização dos direitos de exploração económica está igualmente sujeita à avaliação feita por, pelo menos, dois peritos avaliadores, devendo ser valorizados no intervalo compreendido entre o respectivo custo de aquisição e a média simples do valor atribuído pelos respectivos relatórios de avaliação efectuados.

O art.º 29º do Decreto-Lei n.º 60/2002 prevê que, antes da aquisição ou alienação, no desenvolvimento de projectos imobiliários ou sempre ocorram eventos susceptíveis de alterar de modo significativo o valor dos imóveis, mas sempre com uma periodicidade mínima de dois anos deverão os mesmos ser avaliados por dois peritos independentes, pelo que sem prejuízo de eventuais melhorias ou actualizações, o regime actual se afigura capaz de conferir o rigor e confiança que a importância do regime dos FII impõe.

Desta forma, os relatórios de avaliação são essenciais para uma mensuração subsequente de cada imóvel, já que a mensuração inicial é efectuada ao custo de aquisição. Devido à volatilidade dos valores do mercado imobiliário, o valor de mercado pode a um dado momento ser superior ou inferior ao custo de aquisição, situação que esquematicamente se pode apresentar como se segue:

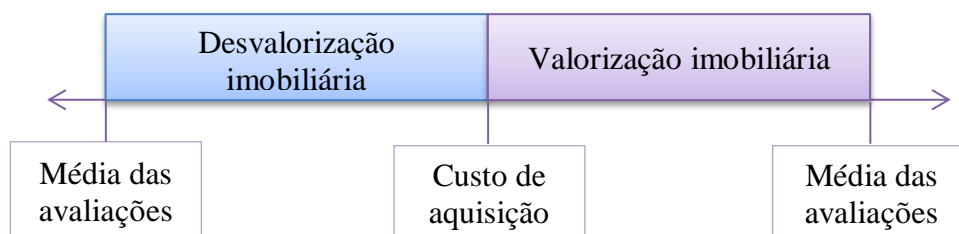


Figura 3.3.1 - Intervalo de mensuração dos activos imobiliários  
Elaboração própria

Entende-se por desvalorização imobiliária o facto de o valor de mercado ser inferior ao custo de aquisição e por valorização imobiliária a situação inversa.

Conforme já referido, a legislação e o referencial contabilístico aplicáveis aos fundos de investimento imobiliário consideram que o valor contabilístico dos imóveis se deve situar num intervalo fechado, compreendido entre o valor de aquisição e o valor da média simples das duas avaliações exigidas, ou seja:

**[Custo de aquisição; Média das avaliações]** (para valorizações imobiliárias)

Não se afigura claro que nas situações de desvalorização o valor contabilístico dos imóveis se possa compreender em qualquer ponto do intervalo:

**[Média das avaliações; Custo de aquisição]** (para desvalorizações imobiliárias)

Contudo, ainda que qualquer dos valores situados neste intervalo possa cumprir com o disposto na Regulamentação aplicável, de um ponto de vista contabilístico, exige-se análise apropriada e verificação dos procedimentos geralmente adoptados pelas sociedades gestoras.

Os critérios de avaliação devem suscitar as seguintes questões:

- a) Num cenário de desvalorização fará sentido mensurar os imóveis ao custo de aquisição ou por qualquer quantia acima da média das duas avaliações, não reconhecendo as menos valias potencialmente existentes?

b) Em cenários de instabilidade do mercado imobiliário não deveriam os imóveis ser sempre avaliados em cada data de relato?

c) Face às diferenças de avaliação normalmente existentes entre diferentes avaliadores, poderão os mais prudentes ou conservadores ser substituídos por outros que, tendencialmente, apresentam valorizações mais elevadas?

Através do estudo empírico, e dentro daquilo que a informação divulgada permitir, procuraremos dar resposta às questões colocadas, e muito especialmente à primeira.

### **3.4 O VALOR DA UNIDADE DE PARTICIPAÇÃO**

De acordo com o Regulamento da CMVM n.º 2/2005, ponto 1.1,

[o]s fundos de investimento são divididos em partes iguais de conteúdo idêntico e sem valor nominal, designadas unidades de participação. As unidades de participação podem ser constituídas com direitos ou características especiais, designadamente quanto às condições de comercialização, ao grau de preferência no pagamento de rendimentos periódicos, no reembolso do seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do respectivo fundo. As unidades de participação com o mesmo conteúdo constituem uma categoria.

Por sua vez o guia sobre fundos de investimento, publicado no *website* (ou *site*) da CMVM, define as unidades de participação como a divisão de cada fundo em partes, com características iguais e sem valor nominal, sendo por isso valores mobiliários. Este refere ainda que, a participação dos investidores no fundo se faz através da subscrição (compra) e resgate (venda) de unidades de participação directamente junto das respectivas entidades comercializadoras ou através da negociação das unidades de participação em bolsa, sendo o valor da unidade de participação o correspondente à divisão do valor global do fundo pelo número de unidades de participação detidas pelos participantes, que é calculado pela respectiva entidade gestora de acordo com regras pré-estabelecidas.

O valor da unidade de participação serve de base às subscrições e aos resgates e permite acompanhar a evolução do fundo, nomeadamente quanto à sua rendibilidade e risco; este valor é divulgado no *site* da CMVM na Internet, em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), e também pela entidade gestora, pelas entidades comercializadoras e, regularmente, pela imprensa.

Desta forma, Patrícia Jordão (10:2010) define unidade de participação como a fracção representativa do fundo de investimento, pelo que a totalidade das fracções representa as unidades de participação emitidas pelo fundo e estas constituem o valor global do património do fundo de investimento. O valor da UP é calculado pela entidade gestora, correspondendo à divisão do valor global do fundo pelo número de unidades de participação em circulação. Nesse sentido, o valor da UP assume ao longo do tempo diferentes valorizações, de acordo com a evolução e valorização da carteira do fundo de investimento imobiliário.

Do conceito apresentado sobressai a importância da mensuração dos imóveis na determinação do valor da unidade de participação, o qual é naturalmente influenciado pelas políticas que possam ser adoptadas pela sociedade gestora, assumindo particular importância eventuais mensurações que existam acima da média das avaliações.

## **4. A INTERVENÇÃO DO AUDITOR**

### **4.1 O INTERESSE PÚBLICO DOS FII E O PAPEL DO AUDITOR**

Conforme referenciado no capítulo 2 deste trabalho, os FII são sujeitos a regras prudenciais impostas pela CMVM, uma vez que é um património autónomo resultante da agregação e aplicação de poupanças de entidades individuais e colectivas, tendo por base no seu funcionamento o princípio da repartição de riscos e a prossecução do interesse dos participantes.

Por tal facto o Decreto-Lei n.º 225/2008, de 20 de Novembro, que transpõe para o direito interno os aspectos da Directiva n.º 2006/43/CE, do Parlamento Europeu e do Parlamento, de 17 de Maio, qualifica os fundos de investimento imobiliário previstos no regime dos fundos de investimento imobiliário como entidades de interesse público (alínea d) art.º 20º).

Tal enquadramento, que coloca ao auditor mais obrigações e responsabilidades, tem na sua essência a alínea 13 do art.º 2º do capítulo I da Directiva n.º 2006/43/CE, onde se afirma que as entidades de interesse público (EIP) são as entidades regidas pelo direito de um

Estado-Membro, cujos valores mobiliários se encontram admitidos à negociação num mercado regulamentado de qualquer Estado-Membro ou que sejam instituições de crédito ou empresas de seguros. É ainda referido que os Estados-Membros podem também designar outras entidades de interesse público, por exemplo, as entidades que sejam de relevância pública significativa devido ao seu tipo de actividade, da sua dimensão ou do seu número de trabalhadores.

A auditoria a entidades de interesse público, nas quais se inserem os FII, impõe ao auditor as seguintes obrigações particulares:

- i) Dever de elaboração e divulgação do relatório de transparência, conforme o artigo 62º-A do Decreto-Lei n.º 487/99, de 16 de Novembro, republicado pelo Decreto-Lei n.º 224/2008, de 20 de Novembro, onde constem os seguintes elementos:
  - a) Uma descrição da estrutura jurídica e da propriedade;
  - b) Sempre que a SROC pertencer a uma rede, uma descrição da rede e das disposições jurídicas e estruturais da rede;
  - c) Uma descrição da estrutura de governação da SROC;
  - d) Uma descrição do sistema de controlo interno de qualidade da SROC e uma declaração passada pelo órgão de administração ou de direcção relativa à eficácia do seu funcionamento;
  - e) Uma indicação de quando foi realizada a última verificação de controlo de qualidade;
  - f) Uma listagem das entidades de interesse público relativamente às quais a SROC realizou uma revisão legal de contas no exercício financeiro precedente;
  - g) Uma declaração sobre as práticas de independência da SROC, que confirme igualmente a realização de uma análise interna de conformidade destas práticas de independência;
  - h) Uma declaração sobre a política seguida pela SROC no que diz respeito à formação contínua dos ROC;
  - i) Informações financeiras que demonstrem a relevância da SROC, tais como o volume de negócios total repartido pelos honorários auferidos pela revisão legal das contas anuais e consolidadas e pelos honorários facturados relativamente a outros

serviços de garantia de fiabilidade, serviços de consultoria fiscal e outros serviços que não sejam de revisão ou auditoria;

j) Informações quanto à base remuneratória dos sócios.

ii) Dever de comunicação ao órgão de fiscalização da sociedade gestora dos fundos de investimento, conforme o artigo 62º-B do mesmo diploma;

iii) Rotação do responsável pelo trabalho nos termos o art.º 54º;

iv) Proibição de prestação de certos serviços de não auditoria em simultâneo com serviços de auditoria, conforme artigo 68-A do referido diploma.

Por outro lado, segundo a alínea c) no n.º 1 do art.º 8º do CVM, são objecto de relatório elaborado por auditor registado na CMVM a informação financeira anual contida em documento de prestação de contas e em prospectos que devam ser submetidos à CMVM ou respeitem a instituições de investimento colectivo como é o caso dos FII.

Por sua vez, também o regime jurídico dos FII, republicado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho, estabelece, no seu artigo 31º, que os relatórios e contas dos fundos de investimento são objecto de relatório elaborado por auditor registado na CMVM.

A intervenção do auditor afigura-se fundamental para a credibilização da informação financeira e para a confiança dos mercados. Tal papel é ainda mais relevante quando estão em causa activos sujeitos a mensurações complexas como é o caso das mensurações pelo justo valor.

Segundo Edwad Stamp e Maurice Moonitz apud Costa (51:2010), a auditoria consiste num exame independente, objectivo e competente de um conjunto de demonstrações financeiras de uma entidade, juntamente com toda a prova de suporte necessária, sendo conduzida com a intenção de expressar uma opinião informada e fidedigna, através de um relatório escrito, sobre se as demonstrações apresentam apropriadamente a posição financeira e o progresso da entidade, de acordo com as normas de contabilidade geralmente aceites. O objectivo da opinião do perito independente é, portanto, emprestar credibilidade às demonstrações financeiras cuja responsabilidade pela sua preparação cabe ao órgão de gestão ou, no caso dos FII, à Sociedade Gestora.

## 4.2 NORMAS E DIRECTRIZES DE AUDITORIA ESPECIFICAMENTE APLICÁVEIS

Aquando de um trabalho de auditoria ou revisão legal de contas, existem normas e directrizes gerais que o auditor deverá levar em conta no planeamento e execução do seu trabalho, independentemente do tipo de entidade que vai ser sujeita a exame, tais como: a DRA 300 sobre o planeamento, a DRA 400 sobre a avaliação do risco de revisão/auditoria, que está intimamente ligada com outras DRA, como a DRA 310 sobre o conhecimento do negócio ou a DRA 320 sobre a materialidade, ou ainda com a DRA 510 sobre a prova em auditoria, ou ainda mesmo a DRA 545 sobre a auditoria das mensurações e divulgações ao justo valor.

No entanto, quando os trabalhos de auditoria incidem sobre entidades financeiras ou equivalentes, nomeadamente fundos de investimento, pela sua especificidade e estruturas de supervisão, existem directrizes específicas. No caso particular dos FII, o auditor deverá levar ainda em conta a DRA de aplicação específica, a DRA 705 sobre fundos de investimento.

Contudo, salienta-se que estas DRA podem ser omissas em determinados pontos ou em determinadas matérias sujeitas a exame, situação em que, supletivamente, se aplicam as Normas Internacionais de Auditoria da IFAC/IAASB.

Assim, os assuntos cobertos pelas Directrizes acima referidas são também considerados nas seguintes normas internacionais de auditoria: ISA 200 – Objectivos Gerais do Auditor Independente e a Condução de uma Auditoria de Acordo com as Normas Internacionais de Auditoria<sup>13</sup>; ISA 300 – Planear uma Auditoria de Demonstrações Financeiras<sup>14</sup>; ISA 315 – Identificar e Avaliar os Riscos de Distorção Material por Meio da Compreensão da Entidade e do seu Ambiente<sup>15</sup>; ISA 320 – Materialidade no Planeamento e Execução de uma Auditoria<sup>16</sup>; ISA 330 – As Respostas do Auditor aos Riscos Avaliados<sup>17</sup>; ISA 500 – Prova de auditoria<sup>18</sup>.

---

<sup>13</sup> Tradução de: “*Overall Objectives of the Independent Auditor and the Conduct of an Audit in Accordance with International Standards on Auditing*”

<sup>14</sup> Tradução de: “*Planning an Audit of Financial Statements*”

<sup>15</sup> Tradução de: “*Identifying and Assessing the Risks of Material Misstatement through Understanding the Entity and Its Environment*”

<sup>16</sup> Tradução de: “*Materiality in Planning and Performing an Audit*”

### 4.3 PRINCIPAIS RISCOS DO AUDITOR

Os exames efectuados a cada uma das áreas das demonstrações financeiras são efectuados segundo as normas e directrizes de revisão auditoria, as quais exigem que os exames sejam planeados e executados com o objectivo de obter um grau de segurança aceitável, sobre a isenção de distorções materialmente relevantes nas DF, sendo tal verificação efectuada com base em amostras.

Daqui se depreende, quando se refere “obter um grau de segurança aceitável”, que uma auditoria ou revisão legal de contas tem riscos. Façamos, então, de uma forma breve e genérica uma antevisão ao Risco de Auditoria.

De acordo com a ISA 200, o risco de auditoria traduz-se na possibilidade de o auditor expressar uma opinião de auditoria inapropriada, quando as demonstrações financeiras se encontram materialmente distorcidas. Para o efeito, a determinação do nível de materialidade assume grande importância em auditoria. Não obstante, quer o normativo nacional quer o normativo internacional, apenas definirem e caracterizarem o nível de materialidade, não apresentando qualquer orientação em termos de cálculo.

Segundo a ISA 320 a determinação dos níveis apropriados de materialidade é uma questão de julgamento profissional, e devem ser considerados tanto no planeamento e na determinação do risco e da extensão dos procedimentos como também na execução e na avaliação do efeito das distorções identificadas nas DF, existindo uma relação inversa entre materialidade e risco de auditoria. Assim, esquematicamente temos:

Materialidade ↓ => Risco de auditoria ↑

Ou vice-versa

*Materialidade ↑ => Risco de auditoria ↓*

O risco de auditoria tem como componentes o risco de distorção material, o qual decorre do risco inerente e do risco de controlo, e o risco de detecção. O risco de distorção material traduz o risco das demonstrações financeiras poderem estar distorcidas antes da intervenção do auditor. Espera-se que tais distorções possam ser identificadas através dos

---

<sup>17</sup> Tradução de: “*The Auditor's Responses to Assessed Risks*”

<sup>18</sup> Tradução de: “*Audit Evidence*”

procedimentos de auditoria. A sua não identificação traduz o risco de detecção. Desta forma, e de acordo com muitos autores, entre eles Costa (195:2007) expressam o modelo de risco de auditoria pela seguinte relação:

$$\text{Risco de auditoria} = \text{Risco inerente} \times \text{Risco de controlo} \times \text{risco de detecção}$$

Em que se entende por risco inerente a susceptibilidade de uma asserção conter em si mesma uma distorção, que possa ser material, individualmente ou quando agregada com outras distorções, assumindo que não havia controlos internos relacionados.

Por risco de controlo entende-se o facto de uma distorção, que possa ocorrer numa asserção e que possa ser material, individualmente ou quando agregada com outras distorções, não ser evitada ou detectada e corrigida tempestivamente pelo controlo interno da entidade.

O risco de detecção, conforme se referiu, é o risco de o auditor não detectar tal distorção.

De uma forma ilustrativa, pode-se explicar o funcionamento do risco de auditoria da seguinte forma:

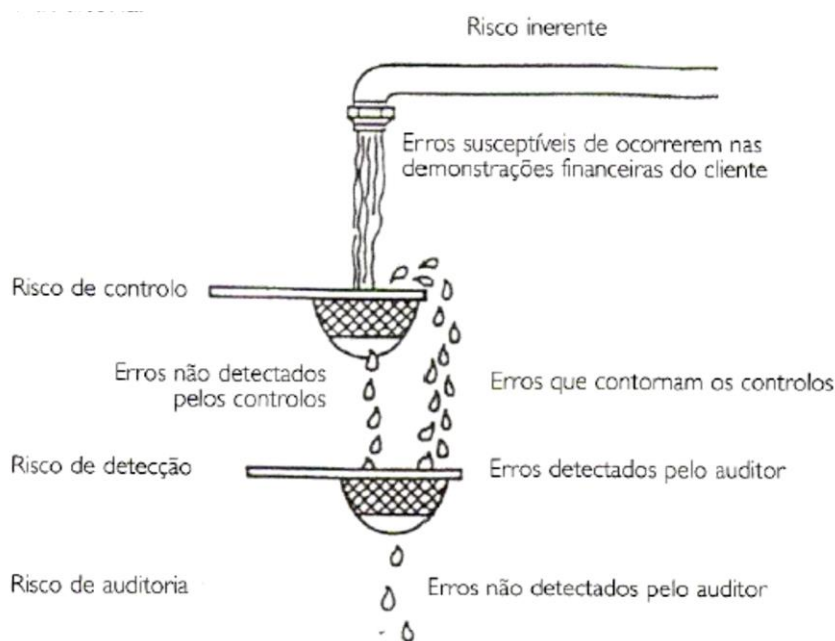


Figura 4.3.1: Funcionamento do risco de auditoria  
Fonte: Costa (194:2007)

A identificação e avaliação dos riscos é um dos aspectos fundamentais do planeamento de uma auditoria, devendo, de acordo com a ISA 300, ser precedida de outras matérias, como sejam:

- Conhecimento das áreas críticas através do recurso a procedimentos analíticos;
- A obtenção de um conhecimento geral da estrutura legal e reguladora aplicável à entidade e como a mesma está cumprindo essa estrutura;
- A obtenção do conhecimento geral do sistema de controlo interno;
- A determinação da materialidade;
- A determinação da necessidade de envolvimento de peritos.

Para determinar e avaliar o nível de risco o auditor deve também ter em conta o enunciado na ISA 315, a qual identifica os seguintes aspectos sobre os quais o auditor deve obter compreensão:

- a) Factores sectoriais, reguladores e outros factores relevantes externos incluindo a estrutura conceptual de relato financeiro aplicável
- b) Natureza da entidade, para compreender as classes de transacções, saldos de contas e divulgações que se esperam nas DF, nomeadamente:
  - i. As suas operações;
  - ii. As suas estruturas;
  - iii. As estruturas de propriedade e de governação;
  - iv. Os tipos de investimentos que a entidade tem em curso e que planeia fazer;
  - v. O modo como a entidade está estruturada e como é financiada.
- c) A selecção e aplicação de políticas contabilísticas pela entidade, incluindo as razões para alteração destas. O auditor deve avaliar se as políticas contabilísticas da entidade são apropriadas para o seu negócio e consistentes com a estrutura conceptual de relato financeiro aplicável e as políticas contabilísticas aplicadas pelo sector
- d) Os objectivos e estratégias da entidade e os respectivos riscos de negócio que possam resultar em riscos de distorção material
- e) A mensuração e revisão dos desempenhos financeiros da entidade.

Após o levantamento desta informação, o auditor deve conseguir reconhecer quais as estimativas que foram consideradas nas DF e determinar a necessidade de recorrer a peritos.

No caso dos fundos de investimento imobiliário, e conforme já referido, a mensuração dos imóveis deve estar compreendida entre o custo de aquisição e a média das avaliações, podendo as sociedades gestoras optar por valorizar os imóveis com base nesta última. Não sendo o auditor um especialista em avaliações imobiliárias pode colocar-se a questão de necessitar de um perito.

Segundo Costa (218 e 219:2010), a necessidade do auditor recorrer a um perito pode acontecer em situações como:

- a) Avaliação de: instrumentos financeiros complexos; terrenos e edifícios e outros activos fixos tangíveis; jóias; obras de arte; antiguidades; activos intangíveis; activos adquiridos e passivos assumidos numa concentração de actividades empresariais; activos que tenham sido sujeitos a imparidade.
- b) Cálculo actuarial de passivos associados com contratos de seguros ou outros planos de benefícios dos empregados.
- c) Estimativas de reservas de petróleo e de gás.
- d) Valorização de passivos ambientais e de custos de limpezas de locais.
- e) Interpretação de contratos, leis e regulamentos.
- f) Análise de questões complexas ou pouco usuais relacionadas com a problemática dos impostos.
- g) Determinação das quantidades ou da condição física de activos, tais como: minerais; madeiras empilhadas, jazidas minerais; pedreiras; reservas petrolíferas.
- h) Determinação da vida útil remanescente de itens pertencentes aos activos fixos tangíveis.
- i) Elaboração de autos de medição relativos a trabalhos já concluídos ou em curso nos contratos de longa duração (construção civil; construção naval; obras públicas, etc.).

O resultado final deve ser reduzido a escrito sob a forma de relatórios, opiniões, avaliações ou declarações, sendo o mesmo objecto de apreciação do auditor. Para tal, o auditor deverá

ter em consideração as fontes, os pressupostos e os métodos utilizados pelo próprio e a sua consistência com períodos anteriores, assim como os resultados a que chegou face ao conhecimento geral do negócio, que o auditor possui e os resultados obtidos da realização de outros procedimentos de auditoria.

Nos fundos de investimento imobiliário, por força da legislação e regulamentação aplicável, os imóveis são objecto de avaliação por dois peritos avaliadores independentes inscritos na CMVM, procedimento ainda reforçado pela obrigatoriedade de duas avaliações. Nestas circunstâncias, e sem prejuízo dos procedimentos de auditoria que devem incidir sobre os relatórios de avaliação, não se coloca a necessidade do auditor recorrer a outros peritos.

Importa referir que sempre que as avaliações difiram entre si em 20% ou mais, as mesmas são objecto de comunicação à CMVM.

Os principais riscos associados aos fundos de investimento imobiliário serão mesmo os que estão associados à mensuração dos activos e à valorização indevida da unidade de participação. Entre as principais situações de risco, e que devem merecer atenção do auditor, salientam-se as seguintes:

- Referentes a imóveis, projectos de construção e benfeitorias:
  - Risco de inadequada capitalização dos custos incorridos;
  - Risco associado ao processo de avaliação e valorização dos imóveis, incluindo o que decorre de eventuais trabalhos realizados e ainda não facturados;
  - Risco de rejeição ou abandono do projecto.
- Referentes às rendas:
  - Risco de incumprimento dos inquilinos;
  - Risco de inadequada actualização das rendas;
  - Risco de não reconhecimento de eventuais compensações acordadas com os inquilinos.

#### **4.4 ESTRATÉGIA E PROCEDIMENTOS DE AUDITORIA**

De acordo com a Directriz de Revisão/Auditoria n.º 705 – Fundos de Investimento da OROC, o auditor deve considerar, numa auditoria de FII, os seguintes procedimentos:

1. Obter informação suficiente para concluir que as operações foram realizadas sem gerarem conflitos de interesses e que não são proibidas.
2. Monitorar a composição da carteira tendo como objectivo verificar o cumprimento da legislação aplicável e do Regulamento de Gestão do Fundo.
3. Obter informação suficiente para concluir se as operações foram realizadas nos termos e nas condições estipuladas nos normativos em vigor, validando a inscrição dos factos sujeitos a registo relativos aos imóveis do Fundo.
4. Obter informação suficiente para concluir sobre: o controlo da sociedade gestora acerca das subscrições e dos resgates das unidades de participação do Fundo; e respectivo registo sobre os procedimentos pertinentes à suspensão da emissão e do resgate quando os interesses dos participantes o aconselhem.
5. Verificar se os activos e passivos que integram a carteira do Fundo estão consistentemente avaliados e divulgados nos termos previstos no Regulamento de Gestão e de acordo com os critérios valorimétricos do correspondente Plano de Contas, nomeadamente quanto a:
  - a) imóveis de rendimento;
  - b) imóveis detidos para revenda;
  - c) projectos de construção;
  - d) instrumentos derivados e de cobertura de risco;
  - e) participações em sociedades imobiliárias; e
  - f) outros activos e passivos que sejam passíveis de integrar a respectiva carteira.

O auditor deve, ainda, prestar especial atenção aos aspectos fiscais, designadamente, quanto à tributação das mais e menos valias e, dos rendimentos resultantes da actividade de arrendamento.

Do exposto, refere-se que os programas de trabalho especificamente aplicáveis aos FII, devem incluir os aspectos de natureza geral e os inerentes às diversas áreas das demonstrações financeiras.

Apresenta-se de seguida uma breve exemplificação relativamente aos aspectos gerais e aos relacionados com imóveis:

Programa de trabalho

Fundo: XXXX

Auditoria às demonstrações Financeiras do período findo em \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

Procedimento	Técnico	Papel de trabalho	Tempo	
			Real	Previsto
<p style="text-align: center;"><u>Aspectos Gerais</u></p> <p>Reler o Regulamento de Gestão do Fundo e ter presente toda a legislação aplicável e ao regime dos fundos de investimento imobiliário e regulamentos emitidos pela CMVM</p> <p>Quando aplicável, rever os papéis de trabalho do ano anterior a fim de relembrar o trabalho realizado e as conclusões obtidas, eliminar mapas e procedimentos desnecessários e transferir para o Dossier Permanente toda a informação considerada de utilidade para o ano em curso e futuros.</p> <p>Rever e actualizar o Dossier Permanente nomeadamente com:</p> <p>a) eventuais alterações legais e fiscais;</p> <p>b) escrituras e registos de imóveis;</p> <p>c) avaliações de imóveis;</p> <p>d) contratos de empréstimo ou outros considerados relevantes;</p> <p>e) procedimentos contabilísticos e medidas de controlo interno.</p> <p>Analisar actas (Conselho de Administração da Sociedade Gestora, Comissão de Investimentos, etc.) e solicitar cópias para actualização do Dossier Permanente.</p>				

Procedimento	Técnico	Papel de trabalho	Tempo	
			Real	Previsto
<p>Solicitar todos os contratos firmados durante o exercício e confirmar que não houve alterações relativamente aqueles que transitaram de exercícios anteriores.</p> <p>Obter o último balancete geral financeiro disponível.</p> <p>Obter o mapa de evolução diária do valor do fundo, do valor da UP e das comissões (se possível em suporte ficheiro)</p> <p>Solicitar eventuais comunicações havidas com a CMVM durante o período.</p> <p style="text-align: center;"><u>Imóveis</u></p> <p>Preparar mapas resumo de trabalho com a evolução dos investimentos em imóveis e analisar as operações registadas no período (aquisições, alienações, permutas e transferências). Confrontar os valores contabilizados com as escrituras, contratos promessa compra e venda (caso existam) e fluxos financeiros.</p> <p>Obter as certidões de registo nas respectivas Conservatórias e confirmar a titularidade. Identificar quais ónus.</p> <p>Verificar a existência de avaliações prévias às operações de compra e venda nos termos do Regulamento do Fundo e legislação aplicável.</p> <p>Confirmar se existem despesas indevidamente capitalizadas. Ver se existem regras definidas (escritas).</p> <p>Verificar se a composição da carteira está de acordo com o Regulamento de Gestão do Fundo.</p> <p>Verificar se os imóveis constantes da carteira foram avaliados com a periodicidade estabelecida. Verificar que</p>				

Procedimento	Técnico	Papel de trabalho	Tempo	
			Real	Previsto
<p>os avaliadores constam do Regulamento de Gestão do Fundo e verificar se os valores das avaliações efectuadas divergem muito entre si. Havendo lugar a comunicação à CMVM, verificar se a mesma foi devidamente efectuada.</p> <p>Analisar ajustamentos de imóveis, nomeadamente se as menos valias potenciais foram, ou não, imediatamente reconhecidas</p> <p>No caso de beneficiações (obras), construções ou projectos verificar se os mesmos foram adequadamente reconhecidos (como gastos do exercício ou capitalizados)</p> <p>Verificar adequação da cobertura de seguros com base na apólice. Confirmar que todos os imóveis estão abrangidos. Preparar modelo existente para o efeito.</p> <p>De um ponto de vista de controlo interno, analisar o processo de compra ou adjudicação de obras, nomeadamente:</p> <p>a) Decisão/aprovação de despesa;</p> <p>b) Consultas de mercado (obras);</p> <p>c) Selecção/ aprovação do fornecedor;</p> <p>d) Evidência de conferência das facturas dos fornecedores.</p> <p>Analisar a forma de avaliação dos projectos de construção em curso.</p> <p>Escrever breve relatório sobre os resultados atingidos nesta área, devendo constar informações sobre:</p> <p>a) A política de capitalização, nomeadamente se a mesma garante que apenas os gastos com grandes reparações que originam aumento do valor ou duração dos bens foram capitalizados;</p> <p>b) A cobertura de seguros;</p> <p>Propor eventuais lançamentos de ajustamento e/ou reclassificação.</p>				

Figura 4.4.1 – Exemplo de um programa de trabalho de auditoria aos FIIF

Fonte: Adaptado Costa (2010:305)

## 4.5 RELATO DE AUDITORIA

O relatório de auditoria de um fundo de investimento imobiliário deve seguir a DRA específica, a DRA 705 – “Fundos de Investimento”.

Assim, ao longo desta DRA encontram-se indicações sobre os procedimentos específicos que o ROC deverá seguir durante a auditoria, bem como o modelo do relatório a ser emitido no final dos trabalhos.

Pode afirmar-se que o relatório é tratado nos pontos 28 a 34 da DRA 705. Do ponto 28 a 31, inclusive, especifica-se que o modelo geral do relatório a seguir para os FII, que não altera o disposto na DRA 700 “Relatório Revisão/Auditoria”, mas sim adapta-o, tal como o disposto no ponto 29:

O relatório de auditoria segue, assim, os padrões da DRA 700, com as seguintes referências específicas:

- a) no capítulo da introdução, inclusão do relatório de gestão nos documentos de prestação de contas;
- b) No capítulo das responsabilidades, quer do órgão de gestão quer do auditor, deve ser acrescentado a referência ao facto de que informação satisfaz as qualidades de ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita, conforme exigido pelo CVM, e
- c) no capítulo do âmbito, deve ser mencionada:
  - a verificação da concordância da informação financeira constante do relatório de gestão com as demonstrações financeiras;
  - a referência a que a informação financeira é completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita; e
  - no ponto relativo ao conteúdo da descrição sucinta do exame realizado, a referência à análise tecida de acordo com o exigido no n.º 4 do artigo 31.º do Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março, e no artigo 25.º do Regulamento da CMVM n.º 8/2002, particularmente no que respeita:
    - (i) ao cumprimento do Regulamento de Gestão do fundo;
    - (ii) à inscrição dos factos sujeitos a registo relativos aos imóveis do fundo;

- (iii) à adequada valorização dos valores do fundo;
  - (iv) à não realização de qualquer operação vedada (particularmente as transacções entre diferentes fundos administrados pela mesma sociedade) e a realização de operações dependentes de autorização ou não oposição da CMVM nos termos e condições definidas na lei e respectiva regulamentação;
  - (v) ao registo e controlo das operações de subscrição e resgate das unidades de participação do fundo; e
  - (vi) ao ressarcimento e divulgação dos prejuízos causados por erros ocorridos no processo de valorização e divulgação do valor da unidade de participação ou na imputação das operações de subscrição e de resgate ao património do fundo nos termos e condições regulamentarmente previstas;
- d) no capítulo da opinião, mencionar que a informação financeira é completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita.

Tendo em conta os referidos ajustamentos e a DRA 705, apresenta-se em anexo o modelo de relatório (anexo I).

Finalmente, os pontos 32 e 33 da referida DRA tratam exclusivamente das situações específicas que podem conduzir o auditor a emitir um relatório modificado. Desta forma o ponto 32 refere as situações que podem conduzir à modificação do relatório e o ponto 33 trata da redacção das modificações no relatório.

De acordo com o ponto 32, podem constituir situações modificativas do relatório:

- a) a não concordância da informação financeira constante do relatório de gestão com a contida nos restantes documentos de prestação de contas deve dar lugar a uma reserva por desacordo;
- b) a inexistência de qualquer das qualidades exigidas pelo CVM deve dar lugar a uma reserva por desacordo ou a uma opinião adversa.

O ponto 33 menciona que quando se verificar reserva por desacordo, o parágrafo da opinião deve ser modificado como segue:

"Em nossa opinião, excepto quanto à não verificação das qualidades da informação financeira referidas nos parágrafos n.ºs \_\_\_\_\_ (indicar os parágrafos pertinentes incluídos nas Reservas) acima, as demonstrações financeiras apresentam..."

## **5. ESTUDO EMPÍRICO**

### **5.1 OBJECTIVO**

O objectivo do estudo consiste em determinar tendências e consistências contabilísticas e avaliar em que medida os critérios adoptados podem influenciar o risco do investidor, uma vez que, face ao exposto, nos capítulos anteriores, o valor contabilístico dos imóveis deve estar compreendido entre o custo de aquisição e a média do valor de duas avaliações realizadas por peritos registados na CMVM para o efeito.

Por outro lado, é importante investigar a política seguida pelas sociedades gestoras relativamente aos imóveis com valores de avaliação inferiores ao custo, isto é, se existem ou não situações de fundos com menos valias potenciais não reconhecidas, independentemente da interpretação que possa ser feita do critério legal.

Tal como é previsto na lei, existe volatilidade no valor dos activos imobiliários, pelo que é expectável que ocorram situações em que o custo de aquisição se mantém inferior ao valor da média das duas avaliações e situações em que o custo de aquisição supera o valor da média das duas avaliações, sendo que em, condições normais, o fundo não adquire imóveis por valor superior ao da sua avaliação.

Partindo do pressuposto que se integra nas contas um grau de precaução ao fazer estimativas exigidas em condições de incerteza (princípio da prudência), pretende-se, portanto, estudar se o valor contabilístico dos imóveis se aproxima mais do custo de aquisição ou se da média das duas avaliações, situação particularmente relevante quando o valor se afigura inferior ao custo.

## 5.2 METODOLOGIA

### 5.2.1 ENQUADRAMENTO DE MERCADO

Com vista à obtenção de uma tendência sobre a mensuração dos imóveis, foram analisados os anos de 2009, 2010 e 2011 através de uma amostra dirigida, cuja informação utilizada foi retirada do *website* da CMVM.

Para a selecção da amostra tiveram-se em conta duas variáveis: o objecto de estudo, os fundos de investimento imobiliário fechado, e a sociedade gestora associada a esse fundo.

Segundo o *website* da APIFPP e as estatísticas por ela divulgadas, em 31 de Dezembro de 2011 o valor líquido dos fundos de investimento imobiliário ascendia a 11.230 milhões de euros (M€).

Segundo a mesma entidade, tal valor encontrava-se distribuído da seguinte forma por categoria de fundo de investimento imobiliário:

Tabela 5.2.1.1 - Volumes sob gestão – Categorias de Fundos

<b>Categoria</b>	<b>Volumes Sob Gestão</b>	<b>Quota</b>
Fundos de Investimento Imobiliário Abertos Acumulação	2.310.432.474	20,57%
Fundos de Investimento Imobiliário Abertos Rendimento	2.226.368.863	19,82%
Fundos Investimento Imobiliário Arrendamento Habitacional	321.762.517	2,86%
Fundos de Investimento Reabilitação Imobiliária	56.431.011	0,50%
Fundos de Investimento Imobiliário Florestais	27.014.961	0,24%
Fundos de Investimento Imobiliário Fechado	6.288.937.061	56,00%

Fonte: APFIPP disponível em:

[http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FII&ItemCode=FI\\_AG&name=Estatísticas](http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FII&ItemCode=FI_AG&name=Estatísticas)

Através desta tabela constata-se o grande peso dos fundos de investimento imobiliário fechado (FIIF), representando 56%, do universo dos fundos de investimento imobiliário. Entenda-se FIIF, neste caso específico a soma dos FIIF, propriamente ditos, e dos FEIIF, uma vez que esta estatística não contemplou a sua desagregação.

Estes fundos distribuem-se por 36 entidades gestoras, 6 das quais, detêm 52,5% da quota de mercado conforme gráfico que se apresenta:

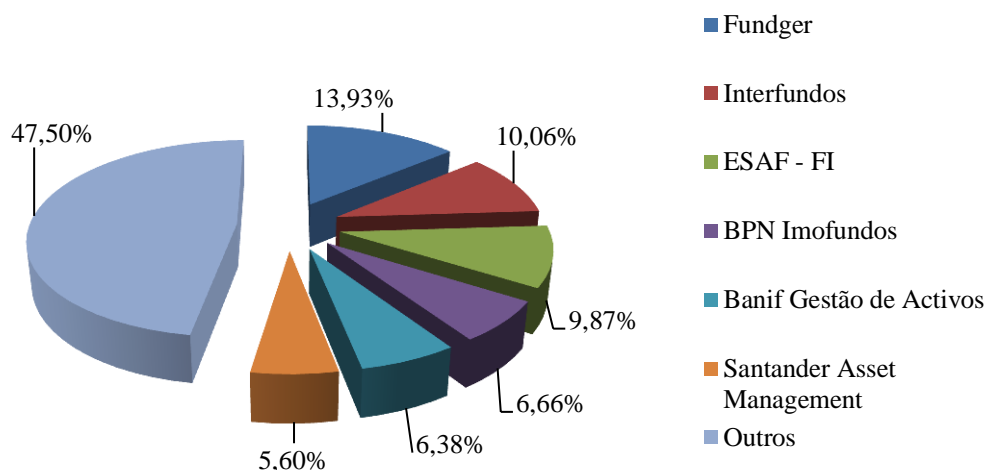


Figura 5.2.1.1 - Volumes sob gestão – Sociedades Gestoras

Fonte: Adaptado da APFIPP disponível em:

[http://www.apfipp.pt//index2.aspx?MenuCode=FII&ItemCode=FI\\_AG&name=Estatísticas](http://www.apfipp.pt//index2.aspx?MenuCode=FII&ItemCode=FI_AG&name=Estatísticas)

Salienta-se, no entanto, que segundo as estatísticas divulgadas no *website* da CMVM, em 31 de Dezembro de 2011, existiam apenas 30 sociedades gestoras, sendo o montante gerido pelas mesmas em FII de cerca de 8.908 milhões de euros, dos quais 4.701 milhões de euros em FIIF, estando os activos imobiliários, essencialmente, localizados no espaço da União Europeia; relativamente às quotas de mercado não existem variações significativas face ao apresentado no gráfico anterior.

Segundo a CMVM, os fundos de investimento imobiliário têm a seguinte composição:

Tabela 5.2.1.2 - Composição dos fundos de investimento imobiliário

Fundos Abertos de Investimento Imobiliário	12
Fundos Fechados de Investimento Imobiliário	140
<b>Total</b>	<b>152</b>

Fonte: CMVM disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Estatísticas/Indicadores%20Fundos%20Imo/Pages/Dezembro2011.aspx>

Estes dados disponibilizados pela CMVM apenas distinguem os fundos de investimento imobiliário abertos dos fundos de investimento imobiliário fechados, não discriminando as restantes categorias, à semelhança do que acontece com os dados disponibilizados pela APIFIPP.

Analisando as carteiras de investimento das seis entidades gestoras com maior quota de mercado, temos:

Tabela 5.2.1.3 - Análise dos fundos de investimento imobiliário

Sociedade Gestora	FII em actividade	(dos quais) FIIF
Fundger	28	17
Interfundos	47	4
ESAF – FI	30	11
BPN Imofundos	9	6
Banif Gestão de Activos	14	7
Santander Asset Management	4	3
	132	48

Adaptado fonte: CMVM

Tendo por base esta última tabela, para a selecção da amostra deste estudo, decidiu-se proceder ao recenseamento das carteiras de investimento dos FIIF e uma vez que o número de FIIF em actividade é inferior a 50.

Tendo em atenção o objectivo exposto no ponto 5.1 deste trabalho, e às estatísticas enunciadas, o presente estudo incidirá apenas sobre construções acabadas, ou seja imóveis que à luz do Regulamento da CMVM n.º 8/2002, tenham obtido a classificação de 141-Arrendadas e 142-Não Arrendadas, sendo por isso excluídas do processo de análise das carteiras de investimento os imóveis que obtenham outras classificações ligadas, directa ou indirectamente, a projectos de construção.

## 5.2.2 ENQUADRAMENTO ECONÓMICO

O mercado imobiliário nacional entra em crise em 2009, agravando-se em 2010 como consequência da crise de confiança internacional em torno da sustentabilidade da dívida soberana. Em 2011, a economia nacional viveu num cenário de redução efectiva do PIB tendo grande parte dos indicadores económicos confirmado o prolongamento de uma conjuntura recessiva, situação à qual o mercado imobiliário não foi alheio.

Este cenário reflectiu-se num agudizar das condições globais do mercado imobiliário contribuindo para uma diminuição da procura. A escassez de financiamento desempenhou um papel fundamental no decréscimo do desenvolvimento de projectos de promoção imobiliária, em particular os de habitação, turismo e lazer.

No que concerne ao mercado da habitação, permanente ou segunda habitação, registou-se um forte abrandamento da procura. Este abrandamento resulta, fundamentalmente, da subida das taxas de juro, escassa liquidez e consequente restrição do acesso ao crédito.

Neste segmento registou-se um aumento significativo na actividade de arrendamento, sendo este um mercado que demonstra um interesse crescente.

O mercado de arrendamento de escritórios regista uma tendência de uma performance pouco positiva, dado que as empresas arrendatárias, no sentido de diminuir os seus encargos globais, mantiveram a tendência para renegociação de rendas e custos de funcionamento associados, bem como para a procura de localizações secundárias com rendas inferiores.

O actual ambiente recessivo exige uma maior atenção por parte do auditor tendo em conta sucessivas desvalorizações existentes, a inexistência de procura e a incapacidade de gerar receitas que permitam a prossecução normal das actividades dos fundos.

### **5.2.3 HIPÓTESES EM ESTUDO**

Atendendo ao objecto e objectivo deste estudo, bem como ao enquadramento do mercado e à sua evolvente económica, formularam-se os seguintes pressupostos de partida para posterior validação:

- Face ao contexto de desvalorização existente é expectável uma política de mensuração mais prudente, ou seja, podendo um imóvel ser mensurado num intervalo de valores espera-se que seja considerado um valor mais próximo do mínimo permitido, sendo tal facto verificável em todos os fundos.
- Uma mesma entidade gestora não modifica as suas políticas de mensuração dos imóveis nos vários fundos por ela geridos, pelo que a política de um fundo deverá-se registar nos restantes fundos sob gestão da mesma entidade.
- Todos os itens constantes da carteira de investimento numa mesma situação são mensurados da mesma forma.
- Não existem menos valias potenciais por reconhecer.

### 5.3 RESULTADOS DO ESTUDO

Apresentam-se, sumariamente, os FIIF geridos pelas 6 sociedades gestoras, por ordem de percentagem de quota de mercado, analisando-se a composição das suas carteiras de investimento e a informação sobre os imóveis, para extracção de conclusões sobre os pressupostos considerados.

Com vista à obtenção de uma leitura mais profunda e completa recomenda-se a sua leitura conjunta com o apêndice 8.1 – “Tabelas ao estudo empírico”, que contem tabelas de suporte às afirmações que se seguem.

Por uma questão de princípio, e por não se ter demonstrado relevante para o estudo, a denominação dos FIIF não será divulgada, tendo sido atribuída uma codificação interna para a exposição da informação relacionada com os mesmos, a qual constituirá a base para as conclusões extraídas.

#### **Fundger:**

A SGFII Fundger geriu durante os exercícios de 2009 a 2011, 17 FIIF, decompostos como se segue, em função da estrutura da carteira:

Tabela 5.3.1 - Análise da composição da carteira de investimentos dos fundos da Fundger

Nº de fundos em análise	Só com projectos de construção ou terrenos	Só com construções acabadas	Mistos
17	6	3	8

Elaboração própria

Verifica-se a existência de fundos cuja política de investimentos passa apenas por projectos de construção e outros em que a mesma se encontra direccionada para a aquisição de imóveis para arrendamento ou venda, existindo ainda outros que têm uma política de investimentos mista, incluindo projectos de construção e aquisição de imóveis para venda e/ou arrendamento.

Excluindo os fundos cuja carteira é constituída exclusivamente por projectos de construção ou terrenos, obtêm-se 11 FIIF para análise, ou seja, ir-se-á analisar para efeitos deste estudo os FIIF que na tabela anterior apresentaram a classificação: “só com construções acabadas” e “mistos”.

De forma global, quando analisamos o histórico das mais e menos valias potenciais por reconhecer contabilisticamente, divulgados na nota 1 do anexo das DF, obtemos:

Tabela 5.3.2 – Histórico de mais e menos valias por reconhecer nos FII geridos pela Fundger tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Ano	Nº de fundos	Nº de FII com menos valias por reconhecer	Nº de FII com mais valias por reconhecer	Nº de FII sem +/- valias por reconhecer
2009	11		11	
2010	11		9	2
2011	11		7	4

Elaboração própria

Com base neste histórico é possível afirmar que não foram detectadas situações de menos valias potenciais não reflectidas contabilisticamente, o que indica uma política de mensuração prudencial dos imóveis.

Os fundos com a classificação de “FIIF sem +/- valias por reconhecer” indica que as carteiras de investimento estão reconhecidas com base na média das avaliações e os fundos com a classificação de “FIIF com mais valias por reconhecer” indica que existem imóveis nas carteiras de investimento que são mensurados por um valor inferior à média das avaliações.

Analisando cada um dos 11 fundos de uma forma mais cuidada, tendo por base as tabelas expostas no apêndice 8.1.1, obtêm-se as conclusões que a seguir se apresentam:

FU01:

Evidencia-se uma tendência de desvalorização imobiliária acompanhada da devida repercussão na mensuração dos imóveis. Assim, à medida que os imóveis desvalorizam, ou seja que a média das avaliações (justo valor) se torna inferior ao custo de aquisição são reconhecidas contabilisticamente as menos valias potenciais correspondentes ao imóvel sendo adoptada a média das avaliações para a mensuração.

Como a carteira está, a partir de 2010, totalmente mensurada com base na média das avaliações, independentemente do cenário de valorização ou desvalorização imobiliária face ao custo de aquisição, não há lugar a menos valias potenciais por reconhecer contabilisticamente.

FU02:

Tal como no fundo anterior evidencia-se uma tendência de desvalorização imobiliária. Verifica-se ainda que os imóveis que valorizaram, ou seja, quando o seu custo de aquisição é superior à média das avaliações, estes são mensurados ao custo de aquisição, enquanto que os imóveis que desvalorizaram são registados à média das avaliações.

Assim, afirma-se que a política de mensuração adoptada pela sociedade gestora é prudente, no sentido em que esta mensura os activos imobiliários que compõem a carteira de investimentos, pelo valor mínimo do intervalo compreendido entre o custo de aquisição e a média simples das avaliações, reflectindo contabilisticamente a totalidade das menos valias potenciais associadas aos mesmos.

FU03:

Este fundo destaca-se pelo facto de todos os imóveis constantes da sua carteira de investimentos, apesar da crescente diminuição do justo valor, apresentarem valores superiores ao custo (valorização imobiliária face ao custo), e ainda pelo facto de quase todos os imóveis se encontrarem mensurados ao custo de aquisição ou a valores significativamente inferiores à média das avaliações.

FU04:

Este fundo caracteriza-se pelo facto de se ter observado apenas um imóvel que desvalorizou do exercício de 2009 para 2010, tendo o mesmo sido alienado em 2011. Exceptuando tal situação, os imóveis registaram uma valorização sendo a política de mensuração a do custo de aquisição não havendo lugar ao reconhecimento de mais valias potenciais associadas aos mesmos, o que indica uma política de mensuração prudencial dos mesmos por parte da entidade gestora.

FU05:

Este fundo revela, no exercício de 2011, dois imóveis desvalorizados, estando um deles mensurado à média das avaliações e o outro mensurado acima da média das avaliações ainda que abaixo do custo de aquisição, o que indica que apenas foram reconhecidas parte

das menos valias potenciais associadas ao imóvel. No entanto, a tendência registada foi a mensuração da carteira ao custo de aquisição, uma vez que a maioria dos imóveis se encontra em situação de valorização imobiliária.

FU06:

À semelhança do fundo FU01, este caracteriza-se por registar uma tendência para a sua carteira ser mensurada à média das avaliações independentemente de o imóvel ter sofrido uma valorização ou uma desvalorização.

Neste caso específico as mais e menos valias potenciais encontram-se totalmente reconhecidas na contabilidade.

FU07:

Este fundo destaca-se pelo facto da carteira de investimentos ser constituída por 3 imóveis, dois dos quais em situação de desvalorização e mensurados à média das avaliações, e um outro em situação de valorização e igualmente mensurado a valores próximos da média das avaliações.

Neste caso é possível afirmar que foi adoptada a seguinte política de mensuração dos imóveis: num cenário de desvalorização imobiliária face ao custo de aquisição reconhecem-se a totalidade das menos valias potenciais associadas aos mesmos, e num cenário de valorização imobiliária reconhecem-se parcialmente as mais valias potenciais.

FU08:

A carteira deste fundo é composta por um imóvel que durante os exercícios em análise registou uma valorização face ao custo, ou seja, o valor da média das avaliações é superior ao custo de aquisição, encontrando-se mensurado em 2009 ao custo de aquisição, e nos exercícios seguintes a valores próximos do valor da média das avaliações.

Em 2011, foi adquirido um segundo imóvel, que foi mensurado ao custo de aquisição apesar do valor da média das avaliações ser superior ao do custo.

FU09:

A carteira deste fundo inclui um imóvel em que a valor da média das avaliações é inferior ao seu custo de aquisição, estando mensurado ao valor médio das avaliações; e integra três outros imóveis cujo valor médio de avaliação é superior ao custo de aquisição, estando mensurados por valores superiores ao seu custo, ainda que próximos deste, o que implica o reconhecimento contabilístico de parte das mais valias potenciais associadas aos mesmos.

Afirma-se que foi adoptada uma política de mensuração dos imóveis semelhante à descrita no FU07, ou seja, num cenário de desvalorização imobiliária face ao custo de aquisição reconhecem-se a totalidade das menos valias potenciais associadas aos mesmos, e num cenário de valorização imobiliária reconhecem-se parcialmente as mais valias potenciais.

FU10:

Evidencia-se que este fundo mensurou, durante os exercícios de 2009 e 2010, a sua carteira à média das avaliações ou a valores muito próximos, enquanto que em 2011 a mesma foi totalmente mensurada à média das avaliações, o que implica o reconhecimento contabilístico da totalidade das mais e menos valias potenciais associadas aos imóveis.

FU11:

Como se mencionou em outras ocasiões, afirma-se que no decorrer de 2009 e 2010, perante um cenário de valorização imobiliária face ao custo optou-se por mensurar os imóveis ao custo, e os que se encontravam em cenário inverso (desvalorização), optou-se pela sua mensuração à média das avaliações.

No exercício de 2011, verificou-se que a totalidade da carteira estava mensurada à média, independentemente do cenário de valorização ou desvalorização em que se encontrava o imóvel, o que implica o reconhecimento contabilístico da totalidade das mais e menos valias potenciais associadas aos mesmos.

De acordo com a análise efectuada à carteira de cada fundo, podemos sintetizar a sua estrutura, em termos de mensuração, como segue:

Tabela 5.3.3 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da Fundger

Fundo	Total de imóveis	Vc=ma	ma<Vc<Ca	Vc=Ca e Ca<Ma	Vc=Ca e Ca>ma	Ca<Vc<Ma	Vc=Ma
<b>Ano: 2009</b>							
FU01	13	8	1(a)			2	2
FU02	54	3		50		1	
FU03	7			5		2	
FU04	3			3			
FU05	7			7			
FU06	24	4		17		1	2
FU07	3					1	2
FU08	1			1			
FU09	4			3		1	
FU10	25	7				9	9
FU11	2	1		1			
<b>Totais</b>	<b>143</b>	<b>23</b>	<b>1</b>	<b>87</b>	<b>0</b>	<b>17</b>	<b>15</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>16%</b>	<b>1%</b>	<b>61%</b>	<b>0%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>
<b>Ano: 2010</b>							
FU01	14	10					4
FU02	54	13		39		2	
FU03	9			7		2	
FU04	3	1		1			1
FU05	10			6		4	
FU06	24	5					19
FU07	3	2				1	
FU08	1					1	
FU09	3	1				2	
FU10	29	6				8	15
FU11	2	1		1			
<b>Totais</b>	<b>152</b>	<b>39</b>	<b>0</b>	<b>54</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>39</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>26%</b>	<b>0%</b>	<b>36%</b>	<b>0%</b>	<b>13%</b>	<b>24%</b>

Fundo	Total de imóveis	Vc=ma	ma<Vc<Ca	Vc=Ca e Ca<Ma	Vc=Ca e Ca>ma	Ca<Vc<Ma	Vc=Ma
<b>Ano: 2011</b>							
FU01	14	12					2
FU02	54	39		14		1	
FU03	9			6		3	
FU04	1			1			
FU05	14	1	1	8		4	
FU06	24	6					18
FU07	3	2				1	
FU08	3			1		2	
FU09	3	1				2	
FU10	28	12					16
FU11	2	1					1
<b>Totais</b>	<b>155</b>	<b>74</b>	<b>1</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>37</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>48%</b>	<b>1%</b>	<b>19%</b>	<b>0%</b>	<b>8%</b>	<b>24%</b>

Observações: (a) Existe um imóvel cujo intervalo é  $Vc < ma < Ca$ , razão pela qual este foi excluído para leitura das menos valias

(1) Entenda-se por: Ca - Custo de aquisição, Ma – média das avaliações superior ao custo de aquisição, ma - média das avaliações inferior ao custo de aquisição, Vc – Valor contabilístico.

(2) As colunas a sombreado correspondem aos imóveis com menos valias potenciais não reconhecidas contabilisticamente

Elaboração própria

A tabela apresentada evidencia de forma clara que em 2009 e em 2010 preponderava a avaliação ao custo de aquisição, embora, percentualmente, tenha reduzido de 61% para 36%. Em 2011, os imóveis valorizados de acordo com tal critério já só representavam 19%. Contrariamente, os imóveis mensurados com base na média das avaliações, em que esta é inferior ao custo, aumenta de 16% em 2009 para 48% em 2011, o que reflecte bem a desvalorização dos activos imobiliários. As colunas sombreadas traduzem as situações de imóveis com menos valias potenciais não reconhecidas, o que nesta sociedade gestora praticamente não existe (apenas um imóvel).

Em termos quantitativos, o imóvel, cuja menos valia potencial não foi integralmente reconhecida, apresenta-se como segue:

Tabela 5.3.4 - Análise histórica das menos valias potenciais por reconhecer nos FIIF geridos pela Fundger

(10<sup>3</sup>Euros)

Fundo	Ano	Nº imóveis	Média das avaliações (ma)	Custo aquisição (ca)	Valor contabilístico (vc)	Vc-ma
FU05	2009	0				
	2010	0				
	2011	1	277	282	280	3

Elaboração própria

Em suma, pode afirmar-se que esta sociedade gestora, durante os três exercícios, e na totalidade dos fundos geridos pela mesma, optou por uma política mais prudente de mensuração dos seus imóveis, não sendo, normalmente, observadas situações de menos valias potenciais não reconhecidas contabilisticamente, e por sua vez não reflectidas nas DF.

Assim sendo, regra geral, quando se registaram situações em que o valor médio das avaliações (justo valor) era inferior ao seu custo de aquisição, os imóveis foram registados pelo menor valor legalmente permitido e, quando se verificaram situações em que o justo valor era superior ao seu custo de aquisição registou-se a existência de fundos em que as mais valias potenciais estavam integralmente ou parcialmente reconhecidas, e outros em que a sociedade gestora optou por não as reconhecer.

### **Interfundos:**

Por sua vez, a sociedade gestora Interfundos geriu durante os anos de 2009 a 2011, 4 FIIF. Em dois destes FIIF, a carteira de investimentos era composta, exclusivamente, por construções acabadas e os restantes apresentam na composição da sua carteira de investimentos construções acabadas e projectos de construção.

De uma forma global, quando analisamos as mais e menos valias potenciais por reconhecer contabilisticamente, divulgados na nota 1 do anexo, obtemos o seguinte histórico:

Tabela 5.3.5 - Histórico de mais e menos valias por reconhecer nos FII geridos pela Interfundos tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Ano	Nº de fundos	Nº de FII com menos valias por reconhecer	Nº de FII com mais valias por reconhecer	Nº de FII sem +/- valias por reconhecer
2009	4		4	
2010	4	1	3	
2011	4	1	3	

Elaboração própria

Desta primeira análise, verifica-se que existem menos valias potenciais por reconhecer em pelo menos um dos quatro fundos, o que indica uma política de mensuração menos prudencial dos imóveis, ou seja, face a um cenário de desvalorização dos activos imobiliários que compõem a carteira de investimentos em relação ao seu custo, estes são mensurados a valores superiores à média das avaliações.

Analisando com mais algum detalhe cada fundo, tendo por base as tabelas expostas no apêndice 8.1.2, temos que:

IN01:

Este fundo regista a tendência dos activos imobiliários que compõem a carteira de investimentos serem mensurados ao custo de aquisição independentemente de o imóvel se enquadrar num cenário de valorização ou num cenário de desvalorização.

A situação descrita conduz a mais e menos valias potenciais associadas aos imóveis não reflectidas contabilisticamente.

IN02:

Este fundo caracteriza-se pelo facto da sua carteira de investimentos ser composta por um único imóvel no exercício de 2009, tendo sido adquirido um segundo imóvel em 2010 que se manteve durante o exercício de 2011.

De notar que em ambos os casos o justo valor do imóvel é superior ao custo de aquisição, não existindo por isso menos valias associadas aos mesmos. No entanto, estes são mensurados de forma distinta, já que um deles é mensurado ao custo de aquisição e o outro a valores próximos da média das avaliações, o que conduz ao reconhecimento contabilístico de parte das mais valias associadas aos imóveis.

IN03 e IN04:

À semelhança de situações anteriormente expostas, não existe evidência de uma relação directa entre o enquadramento da situação de valorização ou desvalorização do imóvel e a sua mensuração. Assim, independentemente do valor da média das avaliações ser superior ou inferior ao custo de aquisição do imóvel, uma parte destes são mensurados ao valor mínimo e outros são mensurados ao valor máximo do intervalo legalmente permitido, o que conduz ao reconhecimento parcial de mais e menos valias associadas aos activos imobiliários, e por isso reflectidas nas DF sendo o remanescente apenas divulgado no anexo.

Em suma, esta sociedade gestora tem por política de mensuração dos activos imobiliários que compõem a carteira de investimentos o reconhecimento contabilístico parcial de mais e menos valias associadas aos mesmos, independentemente do enquadramento do cenário de valorização ou desvalorização associado aos imóveis.

De acordo com a análise efectuada à carteira de cada fundo, podemos sintetizar a sua estrutura, em termos de mensuração, como segue:

Tabela 5.3.6 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da Interfundos

Fundo	Total de imóveis	Vc=ma	ma<Vc<Ca	Vc=Ca e Ca<Ma	Vc=Ca e Ca>ma	Ca<Vc<Ma	Vc=Ma
<b>Ano: 2009</b>							
IN01	124	1		81	42		
IN02	1			1			
IN03	82	19		53	6	4	
IN04	216	32		130	40	12	2
<b>Totais</b>	<b>423</b>	<b>52</b>	<b>0</b>	<b>265</b>	<b>88</b>	<b>16</b>	<b>2</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>12%</b>	<b>0%</b>	<b>63%</b>	<b>21%</b>	<b>4%</b>	<b>0%</b>
<b>Ano: 2010</b>							
IN01	104			4	100		
IN02	2			1		1	
IN03	83	20	1	52	7	3	
IN04	226	27	5 (a)	134	44	13	3
<b>Totais</b>	<b>415</b>	<b>47</b>	<b>6</b>	<b>191</b>	<b>151</b>	<b>17</b>	<b>3</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>11%</b>	<b>1%</b>	<b>46%</b>	<b>36%</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>

Fundo	Total de imóveis	Vc=ma	ma<Vc<Ca	Vc=Ca e Ca<Ma	Vc=Ca e Ca>ma	Ca<Vc<Ma	Vc=Ma
<b>Ano: 2011</b>							
IN01	104	1		1	102		
IN02	2			1		1	
IN03	83	4	18 (a)	42	14	5	
IN04	216	12	24	117	49	12	2
<b>Totais</b>	<b>405</b>	<b>17</b>	<b>42</b>	<b>161</b>	<b>165</b>	<b>18</b>	<b>2</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>4%</b>	<b>10%</b>	<b>40%</b>	<b>41%</b>	<b>4%</b>	<b>0%</b>

(a) Existe um imóvel cujo intervalo é  $Vc < ma < Ca$ , razão pela qual este foi excluído para leitura das menos valias

Elaboração própria

Também nesta sociedade gestora se verifica uma grande preponderância para valorizar ao custo de aquisição os imóveis que apresentam valores de avaliação superiores (63% dos imóveis em 2009, 46% em 2010 e 40% em 2011). Contudo, regista-se que o mesmo critério também é significativamente seguido em imóveis com médias de avaliação inferiores ao custo, o que traduz em menos valias potenciais não reconhecidas

Através de uma análise mais cuidada aos imóveis que registaram um valor contabilístico superior à média das avaliações, sendo esta inferior ao custo de aquisição (cenário de desvalorização imobiliária), obtemos o resultado que se segue em termos de valores:

Tabela 5.3.7 – Análise histórica das menos valias por reconhecer nos FIIF geridos pela Interfundos

(10<sup>3</sup>Euros)

Fundo	Ano	Nº imóveis	Média das avaliações (ma)	Custo aquisição (ca)	Valor contabilístico (vc)	Vc-ma
IN01	2009	42	118.196	119.609	119.609	1.413
	2010	100	173.572	186.180	186.180	12.609
	2011	102	171.220	186.162	186.162	14.941
IN02	2009	0				
	2010	0				
	2011	0				
IN03	2009	6	14.161	14.342	14.342	181
	2010	8	17.178	18.077	18.193	1.015
	2011	31	42.037	59.891	43.897	1.860
IN04	2009	40	12.324	14.348	14.348	2.023
	2010	48	20.032	23.906	23.258	3.226
	2011	73	31.773	40.117	34.206	2.434

Elaboração própria

A análise apresentada leva a concluir que existem menos valias contabilísticas potenciais não reconhecidas, situação que se afasta dos princípios geralmente aceites para a generalidade das entidades.

### **ESAF-FI:**

A SGFII ESAF-FI geriu durante os anos de 2009 a 2011, 11 FIIF, que se decompunham da seguinte forma:

Tabela 5.3.8 - Análise da composição da carteira de investimentos dos fundos da ESAF-FI

Ano	Nº de fundos	Só com projectos construção ou terrenos	Só com construções acabadas	Mistos
2009	11		2	9
2010	11	1	3	7
2011	11		3	8

Elaboração própria

Da análise à tabela acima exposta, verifica-se que existem fundos cuja política de investimentos passa, fundamentalmente, por ter uma carteira mista, ou seja, construções acabadas e projectos de construção ou terrenos; ou uma política voltada exclusivamente para a aquisição de imóveis para arrendamento ou venda.

Para efeitos do estudo desta sociedade excluiu-se o fundo que somente teve projectos de construção em 2010, uma vez que se entendeu não ser representativo para cálculo de tendências.

De forma global quando analisamos as mais e menos valias potenciais por reconhecer contabilisticamente, obtemos o seguinte histórico:

Tabela 5.3.9 - Histórico de mais e menos valias por reconhecer nos FII geridos pela ESAF-FI tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Ano	Nº de fundos	Nº de FII com menos valias por reconhecer	Nº de FII com mais valias por reconhecer	Nº de FII sem +/-valias por reconhecer
2009	10		9	1
2010	10	1	8	1
2011	10	1	7	2

Elaboração própria

Com base nos elementos acima transpostos é possível verificar que existe uma tendência para esta entidade gestora não reconhecer contabilisticamente, nos fundos por ela geridos,

todas as menos valias potenciais relacionadas com os seus activos (sejam projectos de construção e/ou construções acabadas).

Analisando com mais algum detalhe, cada um dos fundos, tendo por base as tabelas expostas no apêndice 8.1.3., obtemos que:

ES01:

Este fundo caracteriza-se pelo facto da carteira de investimentos ser composta por três imóveis, identificando-se a seguinte política de mensuração: os imóveis que obtiveram uma valorização imobiliária são mensurados ao custo de aquisição e os que obtiveram uma desvalorização são mensurados à média das avaliações.

Face a tal situação, pode afirmar-se que a sociedade gestora adoptou para este fundo uma política de mensuração mais prudencial, em relação aos seus imóveis, sendo reflectidas na contabilidade e nas DF a totalidade das menos valias potenciais associadas ao justo valor dos mesmos, não sendo, contudo, integralmente reflectidas as situações de mais valias.

ES02:

Este fundo, nos exercícios de 2009 e 2010, evidencia não existir uma relação directa entre a política de mensuração e os cenários de valorização ou desvalorização imobiliária, sendo efectuados sucessivos ajustamentos ao valor contabilístico dos imóveis, sendo que em 2011 a totalidade dos activos imobiliários se encontra mensurada à média das avaliações.

Face à situação descrita, pode afirmar-se que são reflectidas na contabilidade e nas DF, a partir de 2011, todas as mais e menos valias potenciais associadas ao justo valor dos imóveis.

ES03:

Este fundo caracteriza-se pelo facto de o valor da média das avaliações de todos os imóveis que compõem a carteira de investimentos ser superior ao seu custo de aquisição, sendo tais itens mensurados ao custo de aquisição.

Pode, por isso, afirmar-se que não existem menos valias potenciais associadas a estes imóveis. Por outro lado, não são reflectidas na contabilidade as mais valias potenciais uma

vez que a sociedade gestora opta por uma política mais prudencial para a mensuração dos mesmos, considerando o valor mínimo do intervalo de mensuração legalmente permitido para os imóveis em situação de valorização.

ES04:

Este fundo é caracterizado por ser constituído por um único imóvel, que durante os exercícios em análise, se encontrou não arrendado.

Durante o período em análise o valor da média das avaliações foi superior ao custo de aquisição, mantendo-se este como base de mensuração.

Pode, por isso, afirmar-se que não existem menos valias potenciais associadas a este imóvel, sendo as mais valias potenciais não reflectidas na contabilidade à semelhança do que acontece no fundo ES03.

ES05:

Este fundo caracteriza-se pelo facto de o valor da média das avaliações da totalidade dos imóveis que compõem a carteira de investimentos ser superior ao seu custo de aquisição, constituindo este a base de mensuração.

Pode, portanto, afirmar-se que não existem menos valias potenciais associadas a estes imóveis, sendo as mais valias potenciais não reflectidas na contabilidade uma vez que a sociedade gestora opta por uma política mais prudencial para a mensuração dos mesmos, considerando o valor mínimo do intervalo de mensuração legalmente permitido em situações de valorização (custo de aquisição).

ES06:

À semelhança do fundo ES02, este fundo caracteriza-se, por nos exercícios de 2009 e 2010, não evidenciar uma relação directa entre a política de mensuração e os cenários de valorização ou desvalorização imobiliária, sendo efectuados sucessivos ajustamentos ao valor contabilístico dos imóveis, sendo que em 2011 todos os imóveis são mensurados à média das avaliações.

Face à situação descrita pode afirmar-se que são reflectidas na contabilidade e nas DF a totalidade das mais e menos valias potenciais associadas ao justo valor dos imóveis.

ES07:

À semelhança do fundo ES01, este fundo caracteriza-se pela seguinte política de mensuração: perante um cenário de valorização os imóveis são mensurados ao custo de aquisição enquanto num cenário de desvalorização são mensurados à média das avaliações.

Contudo, no exercício de 2011, um dos imóveis em situação de valorização face ao custo de aquisição, foi mensurado com base na média das avaliações, reconhecendo-se na totalidade as mais valias potenciais associadas ao mesmo.

Face à situação descrita pode afirmar-se que a sociedade gestora optou para este fundo, fundamentalmente, por uma política de mensuração prudencial em relação aos seus imóveis, uma vez que se reconhecem na contabilidade e nas DF a totalidade das menos valias potenciais associadas ao justo valor dos imóveis, não sendo, normalmente, reflectidas as situações de mais valias.

ES08:

À semelhança dos fundos anteriores, este caracteriza-se por se poder estabelecer uma relação directa entre política de mensuração face ao cenário de valorização ou desvalorização do imóvel face ao custo de aquisição. Assim, perante um cenário de valorização os imóveis são mensurados ao custo de aquisição e em cenário de desvalorização são mensurados à média das avaliações.

Afirma-se, por isso, que a sociedade gestora optou para este fundo, por uma política de mensuração prudencial em relação aos seus imóveis, uma vez que se reconhecem na contabilidade e nas DF a totalidade das menos valias potenciais associadas ao justo valor dos imóveis, não sendo, reflectidas as situações de mais valias.

ES09:

Este fundo caracteriza-se pelo facto de o valor da média das avaliações da totalidade dos imóveis que compõem a carteira de investimentos ser superior ao seu custo de aquisição, sendo tais itens mensurados ao custo de aquisição.

Pode afirmar-se, então, que não existem menos valias potenciais associadas a estes imóveis, não sendo reflectidas na contabilidade as mais valias potenciais uma vez que a sociedade gestora opta por uma política mais prudencial para a mensuração dos mesmos, considerando o valor mínimo do intervalo de mensuração legalmente permitido em situação de valorização.

ES10:

Este fundo é constituído por um único imóvel, que durante o período em análise registou valores de média das avaliações superiores ao custo de aquisição.

Em 2009, encontrava-se mensurado ao custo de aquisição e nos exercícios seguintes ao valor da média das avaliações.

Assim, não é possível estabelecer uma relação entre o cenário de valorização imobiliária com a política de mensuração adoptada para o imóvel. Sendo certo que desde 2010, que a sociedade gestora optou por reconhecer nas DF do fundo a totalidade das mais valias potenciais associadas a este.

De acordo com a análise efectuada à carteira de cada fundo, podemos sintetizar a sua estrutura, em termos de mensuração, como segue:

Tabela 5.3.10 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da ESAF-FI

Fundo	Total de imóveis	Vc=ma	ma<Vc<Ca	Vc=Ca e Ca<Ma	Vc=Ca e Ca>ma	Ca<Vc<Ma	Vc=Ma
<b>Ano: 2009</b>							
ES01	3	1		2			
ES02	3			1		1	1
ES03	8			8			
ES04	1			1			
ES05	2			2			
ES06	15	4		1			10
ES07	2	1		1			
ES08	5	2		3			
ES09	2			2			
ES10	1			1			
<b>Totais</b>	<b>42</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>11</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>19%</b>	<b>0%</b>	<b>52%</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>26%</b>
<b>Ano: 2010</b>							
ES01	4	1		3			
ES02	3	1				1	1
ES03	9			9			
ES04	1			1			
ES05	2			2			
ES06	21	5		1			15
ES07	2	1		1			
ES08	6	2		4			
ES09	2			2			
ES10	1						1
<b>Totais</b>	<b>51</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>23</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>17</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>20%</b>	<b>0%</b>	<b>45%</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>33%</b>
<b>Ano: 2011</b>							
ES01	4	1		3			
ES02	3	2					1
ES03	9			9			
ES04	1			1			
ES05	2			2			
ES06	19	6					13
ES07	4			1			3
ES08	6	2		4			
ES09	2			2			
ES10	1						1
<b>Totais</b>	<b>51</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>18</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>22%</b>	<b>0%</b>	<b>43%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>35%</b>

Elaboração própria

Em suma, pode afirmar-se que esta sociedade gestora, durante os três exercícios, e na totalidade dos fundos geridos pela mesma, optou por uma política mais prudente de mensuração dos imóveis, não sendo observadas situações de menos valias potenciais não reconhecidas contabilisticamente, e por sua vez não reflectidas nas DF.

Assim sendo, sempre que se registaram situações em que o valor das médias (justo valor) era inferior ao seu custo de aquisição, os imóveis foram registados pelo menor valor legalmente permitido.

Em relação ao reconhecimento das mais valias registadas ou por registar, verificou-se a existência de fundos em que as mesmas estavam integralmente ou parcialmente reconhecidas, e outros em que a sociedade gestora optou por não as reconhecer.

#### **BPN:**

A SGFII BPN geriu durante os anos de 2009 a 2011, seis FIIF.

Analisando a composição da carteira de investimento destes fundos, verifica-se que em dois deles a mesma era constituída, exclusivamente, por construções acabadas e nos restantes quatro por projectos de construção e terrenos e ainda construções acabadas para arrendamento ou alienação.

De uma forma global, tendo por base a informação constante na nota 1 do anexo, elemento que compõe as DF, quando analisamos as mais e menos valias potenciais por reconhecer na contabilidade, obtemos o seguinte histórico:

Tabela 5.3.11 - Histórico de mais e menos valias por reconhecer nos FII geridos pela BPN tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Ano	Nº de fundos	Nº de FII com menos valias por reconhecer	Nº de FII com mais valias por reconhecer	Nº de FII sem +/-valias por reconhecer
2009	6	1	5	
2010	6	1	5	
2011	6	1	4	1

Elaboração própria

O que revela que esta sociedade gestora nem sempre opta por uma política mais prudencial para a mensuração dos seus activos já que existem fundos com menos valias potenciais por reconhecer nas DF.

Analisando com mais algum detalhe, cada um dos fundos, com base nas tabelas expostas no apêndice 8.1.4, temos:

BP01:

Este fundo caracteriza-se pelo facto de o justo valor da totalidade dos activos imobiliários que compõem a carteira de investimentos ser superior ao seu custo de aquisição, ou seja, podemos enquadrar a totalidade dos imóveis que compõem a carteira de investimentos num cenário de valorização imobiliária face ao seu custo de aquisição.

Evidencia-se uma política prudente por parte da sociedade gestora no que se refere à mensuração dos mesmos uma vez que estes se encontram ao custo de aquisição, ou seja, face ao cenário de valorização imobiliária é o valor mínimo do intervalo legalmente permitido para a sua mensuração.

BP02:

Este fundo é constituído por um único imóvel, que durante o período em análise esteve arrendado e registou valores médios de avaliação inferiores ao custo de aquisição. Enquadra-se num cenário de desvalorização imobiliária e encontra-se mensurado com base na média das avaliações.

De uma forma sumária afirma-se que o imóvel deste fundo está mensurado ao valor da média das avaliações não existindo menos valias por reconhecer uma vez que o valor contabilístico corresponde ao justo valor.

BP03:

Este fundo detém um imóvel no Brasil, e foi o único FIIF com investimentos situados fora do território nacional, motivo pelo qual tal imóvel foi excluído da análise.

Este fundo caracteriza-se por mensurar os seus imóveis à média das avaliações face a um cenário de desvalorização imobiliária, e por mensurar os imóveis ao custo de aquisição em cenário de valorização imobiliária, são assim reflectidas todas as menos valias potenciais na mensuração dos imóveis, procedimento não adoptado relativamente às mais valias.

BP04 e BP05:

À semelhança do anterior fundo, a sociedade gestora optou para este uma política mais prudencial no que se refere à mensuração dos imóveis que compõem a carteira de investimentos.

Assim, face a um cenário de valorização é adoptado o custo de aquisição e face a um cenário de desvalorização é adoptado o justo valor, ou seja, a média das avaliações. Em suma, é adoptado o menor dos valores num intervalo compreendido entre o custo de aquisição e a média das avaliações, para a mensuração dos imóveis.

BP06

Neste fundo face a um cenário de valorização é adoptado o custo de aquisição e face a um cenário de desvalorização é adoptado o justo valor, ou seja, a média das avaliações. Em suma, é adoptado o menor dos valores num intervalo compreendido entre o custo de aquisição e a média das avaliações, para a mensuração dos imóveis.

Não obstante de no exercício de 2009, a sociedade gestora ter optado por não reconhecer na íntegra as menos valias associadas aos imóveis deste fundo.

De acordo com a análise efectuada à carteira de cada fundo, podemos sintetizar a sua estrutura, em termos de mensuração, como segue:

Tabela 5.3.12 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da BPN

Fundo	Total de imóveis	Vc=ma	ma<Vc<Ca	Vc=Ca e Ca<Ma	Vc=Ca e Ca>ma	Ca<Vc<Ma	Vc=Ma
<b>Ano:2009</b>							
<b>BP01</b>	3			3			
<b>BP02</b>	1	1					
<b>BP03</b>	72	58		14			
<b>BP04</b>	0						
<b>BP05</b>	3	2		1			
<b>BP06</b>	19			14	4	1	
<b>Totais</b>	<b>98</b>	<b>61</b>	<b>0</b>	<b>32</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>62%</b>	<b>0%</b>	<b>33%</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>

Fundo	Total de imóveis	Vc=ma	ma<Vc<Ca	Vc=Ca e Ca<Ma	Vc=Ca e Ca>ma	Ca<Vc<Ma	Vc=Ma
<b>Ano:2010</b>							
<b>BP01</b>	2			2			
<b>BP02</b>	1	1					
<b>BP03</b>	79	62		17			
<b>BP04</b>	1			1			
<b>BP05</b>	3	2		1			
<b>BP06</b>	19	10		9			
<b>Totais</b>	<b>105</b>	<b>75</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>71%</b>	<b>0%</b>	<b>29%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
<b>Ano:2011</b>							
<b>BP01</b>	2			2			
<b>BP02</b>	1	1					
<b>BP03</b>	80	68		12			
<b>BP04</b>	2	1		1			
<b>BP05</b>	5	5					
<b>BP06</b>	15	8		7			
<b>Totais</b>	<b>105</b>	<b>83</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>79%</b>	<b>0%</b>	<b>21%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>

Elaboração própria

À semelhança da Fundger e da ESAF-FI, esta sociedade gestora, destaca-se por dar preferência a uma política de mensuração dos activos imobiliários que compõem a carteira de investimentos de uma forma mais prudencial, não sendo, normalmente observadas situações de menos valias potenciais não reconhecidas contabilisticamente, e por sua vez não reflectidas nas DF no que se refere a construções acabadas.

Assim sendo, quando se registaram situações em que o valor das médias (justo valor) era inferior ao seu custo de aquisição, os imóveis foram registados pelo menor valor do intervalo legalmente permitido, não obstante se verificar, no exercício de 2009, a seguinte menos valia potencial por reconhecer:

Tabela 5.3.13- Análise das menos valias potenciais por reconhecer nos FIIF geridos pela BPN

(10<sup>3</sup>Euros)

Fundo	Ano	Nº imóveis	Média das avaliações (ma)	Custo aquisição (ca)	Valor contabilístico (vc)	Vc-ma
BP06	2009	4	1.449	1.891	1.891	442
	2010	0				
	2011	0				

Elaboração própria

Ainda uma referência para o peso percentual dos imóveis com média de avaliação inferior ao custo, ou seja, em situação de desvalorização imobiliária (62% em 2009, 71% em 2010 e 79% em 2011).

#### Banif:

A SGFI Banif geriu durante os anos de 2009 a 2011, sete FIIF, que se decompunham da seguinte forma:

Tabela 5.3.14 - Análise da composição da carteira de investimentos dos fundos do Banif

Nº de fundos	Só com projectos construção ou terrenos	Só com construções acabadas	Mistos
7	2	1	4

Elaboração própria

Verifica-se a existência de fundos cuja política de investimentos passa apenas por projectos de construção e outros em que a actividade se centra na aquisição de imóveis para arrendamento ou venda, existindo ainda outros que têm uma política de investimentos voltada para projectos de construção e aquisição de imóveis para venda e/ou arrendamento.

De forma global quando analisamos, a nota 1 do anexo, obtemos o seguinte histórico:

Tabela 5.3.15 - Histórico de mais e menos valias por reconhecer nos FII geridos pelo Banif tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Ano	Nº de fundos	Nº de FII com mais valias por reconhecer	Nº de FII com menos valias por reconhecer	Nº de FII sem +/-valias por reconhecer
2009	5	5		
2010	5	5		
2011	5	4		1

Elaboração própria

Da análise à tabela acima exposta, não é expectável que ocorram situações de menos valias por reconhecer na contabilidade dos fundos, havendo apenas o não reconhecimento parcial ou total de mais valias associadas ao justo valor dos imóveis.

Analisando com mais algum detalhe, cada um dos fundos, tendo por base as tabelas constantes no apêndice 8.1.5, temos:

BA01:

Este fundo não evidencia uma relação directa entre a política de mensuração face a um cenário de valorização ou desvalorização, sendo, a política de mensuração dos imóveis independente da sua situação.

A maioria dos imóveis está numa situação de valorização sendo mensurados a valores superiores, e geralmente próximos do custo de aquisição, o que origina o reconhecimento parcial de mais valias potenciais. Os imóveis em situação de desvalorização são mensurados geralmente a valores superiores à média das avaliações ainda que também próximos deste.

Assim, este fundo evidencia o reconhecimento parcial e/ou integral quer das mais valias quer de menos valias associadas ao justo valor dos imóveis.

BA02:

Neste fundo os imóveis são, essencialmente, a partir de 2011, mensurados ao valor da média das avaliações ou a valores próximos deste, independentemente da situação de valorização ou desvalorização imobiliária.

Assim, e uma vez que os imóveis, no exercício de 2011, estão todos mensurados ao valor médio das avaliações, afirma-se que são reflectidas na contabilidade e nas DF a totalidade das mais e menos valias potenciais associadas ao justo valor dos imóveis.

BA03:

À semelhança dos anteriores, este fundo caracteriza-se por não existir evidência de uma relação directa entre a política de mensuração e os cenários de valorização/ desvalorização imobiliária.

Verificou-se que: os imóveis que estão em situação de desvalorização foram mensurados ao custo de aquisição, com a excepção de um imóvel que em 2011 foi mensurado à média das avaliações, e os imóveis em situação de valorização imobiliária foram mensurados a valores próximos da média das avaliações.

Face a tal situação, são reflectidas na contabilidade e nas DF parte das mais valias potenciais associadas ao justo valor dos imóveis, não sendo, contudo, objecto de reconhecimento na sua totalidade as menos valias associadas ao justo valor dos imóveis.

BA04 e BA05:

À semelhança dos anteriores, também este fundo não evidencia uma relação directa entre a política de mensuração face e os cenários de valorização/desvalorização imobiliária, tendo a sociedade gestora optado por mensurar os imóveis ao custo de aquisição ou a valores próximos deste independentemente da situação em que se encontram.

Face à situação descrita, afirmar-se que são parcialmente reflectidas na contabilidade e nas DF as mais e menos valias potenciais associadas ao justo valor dos imóveis.

De acordo com a análise efectuada à carteira de cada fundo, podemos sintetizar a sua estrutura, em termos de mensuração, como segue:

Tabela 5.3.16 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da Banif

Fundo	Total de imóveis	Vc=ma	ma<Vc<Ca	Vc=Ca e Ca<Ma	Vc=Ca e Ca>ma	Ca<Vc<Ma	Vc=Ma
<b>Ano: 2009</b>							
BA01	28		3			16	9
BA02	20				1		19
BA03	4				2	2	
BA04	15			11	2	2	
BA05	11		3 (a)			8	
<b>Totais</b>	<b>78</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>0%</b>	<b>8%</b>	<b>14%</b>	<b>6%</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>
<b>Ano: 2010</b>							
BA01	91	20	5			11	55
BA02	17	6				11	
BA03	7				3	4	
BA04	19			4	3	12	
BA05	107	3	9	11	19	60	5
<b>Totais</b>	<b>241</b>	<b>29</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>25</b>	<b>98</b>	<b>60</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>12%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>10%</b>	<b>41%</b>	<b>25%</b>
<b>Ano: 2011</b>							
BA01	91	12	7		1	19	52
BA02	17	6					11
BA03	7	1			3	3	
BA04	19			3	10	6	
BA05	106	36				70	
<b>Totais</b>	<b>240</b>	<b>55</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>14</b>	<b>98</b>	<b>63</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>23%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>6%</b>	<b>41%</b>	<b>26%</b>

(a) Existe um imóvel cujo intervalo é Vc<ma<Ca, razão pela qual este foi excluído para leitura das menos valias

Elaboração própria

Da tabela acima resulta que uma parte muito significativa dos imóveis está mensurada no intervalo compreendido entre o custo de aquisição e a média das avaliações, sendo esta superior àquele, ou mesmo, na média das avaliações. No entanto, existem imóveis, em percentagem não desprezível, que evidenciam menos valias potenciais não reconhecidas, na medida em que a média das avaliações é inferior ao custo (14% em 2009, 16% em 2010 e 9% em 2011).

Numa análise mais cuidada aos imóveis que registaram um valor contabilístico superior à média das avaliações, sendo esta inferior ao custo de aquisição, cenário de desvalorização imobiliária, obtemos o resultado que se segue, em valor:

Tabela 5.3.17 - Análise das menos valias potenciais por reconhecer nos FIIF geridos pelo Banif

(10<sup>3</sup>Euros)

Fundo	Ano	Nº imóveis	Média das avaliações (ma)	Custo aquisição (ca)	Valor contabilístico (vc)	Vc-ma
BA01	2009	3	20.540	21.435	21.036	496
	2010	5	20.558	21.435	21.048	490
	2011	8	32.775	34.148	33.771	996
BA02	2009	1	1.930	1.946	1.946	15
	2010	0				0
	2011	0				0
BA03	2009	2	4.282	4.638	4.638	356
	2010	3	4.539	4.678	4.678	140
	2011	3	4.548	4.678	4.678	130
BA04	2009	2	803	807	807	4
	2010	3	1.469	1.478	1.478	9
	2011	10	4.215	4.386	4.386	170
BA05	2009	2	1.869	1.976	1.955	85
	2010	28	4.228	4.490	4.453	225
	2011	0				0

Elaboração própria

A análise apresentada leva a concluir que existem menos valias contabilísticas potenciais não reconhecidas, situação que se afasta dos princípios considerados para as entidades em geral.

### Santander:

A SGFII Santander geriu durante os anos de 2009 a 2011, três FIIF.

Num dos fundos, a política de investimentos adoptada passa, exclusivamente, pela aquisição de construções acabadas, enquanto nos restantes se observou uma política de investimentos mista, ou seja, aquisição de construções acabadas e execução de projectos de construção.

De forma global, e com base na nota 1 do anexo, as mais e menos valias potenciais por reconhecer contabilisticamente, registam o seguinte histórico:

Tabela 5.3.18 - Histórico de mais e menos valias por reconhecer nos FII geridos pelo Santander tendo por base a nota 1 do anexo das DF

Ano	Nº de fundos	Nº de FII com menos valias por reconhecer	Nº de FII com mais valias por reconhecer	Nº de FII sem +/-valias por reconhecer
2009	3	1	2	
2010	3	1	2	
2011	3	2	1	

Elaboração própria

Com base nos elementos acima transpostos é possível verificar que existe uma tendência para esta entidade gestora não reconhecer contabilisticamente todas as menos valias potenciais.

Analisando com mais algum pormenor, cada um dos fundos tendo por base as tabelas constantes no apêndice 8.1.6, temos:

SA01:

Este fundo caracteriza-se por ter uma vasta carteira de investimentos, e ainda pelo facto de o valor contabilístico dos imóveis se situar a valores próximos do valor da média das avaliações.

Verifica-se também a quando da repartição dos activos imobiliários entre valorizados e desvalorizados, que os primeiros se afiguram em maior número. Afirma-se, ainda, que no exercício de 2011, a sociedade gestora optou por não reconhecer na totalidade as menos valias potenciais associadas aos imóveis.

SA02:

Ao contrário do fundo anteriormente exposto, o presente caracteriza-se por apresentar uma carteira de investimentos muito pequena, encontrando-se todos os imóveis em situação de desvalorização.

Os imóveis estão mensurados ao custo de aquisição ou a valores inferiores, mas superiores à média das avaliações o que implica que as menos valias potenciais associadas aos activos imobiliários estejam apenas parcialmente reconhecidas na contabilidade, e reflectidas nas DF.

SA03:

Este fundo caracteriza-se por ter uma carteira de investimentos de média dimensão havendo uma grande repartição entre imóveis valorizados e imóveis desvalorizados. De uma maneira geral o valor contabilístico é inferior à média das avaliações e superior ao custo de aquisição. Contudo, existem imóveis com valor contabilístico inferior ao valor médio das avaliações.

Caracteriza-se também pelo facto da mensuração dos imóveis não reconhecer na totalidade as menos valias potenciais associadas aos mesmos, ou seja o valor contabilístico é inferior ao custo de aquisição no entanto este está acima do valor da média das avaliações.

De acordo com a análise efectuada à carteira de cada fundo, podemos sintetizar a sua estrutura, em termos de mensuração, como segue:

Tabela 5.3.19 – Síntese das mensurações dos imóveis arrendados e não arrendados da Santander

Fundo	Total de imóveis	Vc=ma	ma<Vc<Ca	Vc=Ca e Ca<Ma	Vc=Ca e Ca>ma	Ca<Vc<Ma	Vc=Ma
<b>Ano: 2009</b>							
SA01	529	21	52	89	173	150	44
SA02	1				1		
SA03	137	31	5	14	41	26	20
<b>Totais</b>	<b>667</b>	<b>52</b>	<b>57</b>	<b>103</b>	<b>215</b>	<b>176</b>	<b>64</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>15%</b>	<b>32%</b>	<b>26%</b>	<b>10%</b>
<b>Ano: 2010</b>							
SA01	986	51	250	170	7	248	260
SA02	1				1		
SA03	147	55	24	10		32	26
<b>Totais</b>	<b>1134</b>	<b>106</b>	<b>274</b>	<b>180</b>	<b>8</b>	<b>280</b>	<b>286</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>9%</b>	<b>24%</b>	<b>16%</b>	<b>1%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>
<b>Ano: 2011</b>							
SA01	932	53	355	79	15	235	195
SA02	8		8				
SA03	143	23	73	11		11	25
<b>Totais</b>	<b>1083</b>	<b>76</b>	<b>436</b>	<b>90</b>	<b>15</b>	<b>246</b>	<b>220</b>
<b>%</b>	<b>100%</b>	<b>7%</b>	<b>40%</b>	<b>8%</b>	<b>1%</b>	<b>23%</b>	<b>20%</b>

Elaboração própria

Como se constata pela tabela, 41% dos imóveis, em 2009 e em 2011, apresentavam uma média de avaliação inferior ao custo sendo o valor contabilístico superior a essa média, o que traduz na existência de menos valias não reconhecidas. Em 2010 a percentagem dos imóveis naquela situação era de 25%.

Numa análise mais cuidada aos imóveis que registaram um valor contabilístico superior à média das avaliações, sendo esta inferior ao custo de aquisição (cenário de desvalorização imobiliária), obtemos o resultado que se segue em termos de valores:

Tabela 5.3.20 – Análise das menos valias potenciais por reconhecer nos FIIF geridos pelo Santander

(10<sup>3</sup>Euros)

Fundo	Ano	Nº imóveis	Média das avaliações (ma)	Custo aquisição (ca)	Valor contabilístico (vc)	Vc-ma
SA01	2009	225	15.397	17.119	16.514	1.117
	2010	257	23.299	26.294	23.653	354
	2011	370	122.192	135.620	126.125	3.933
SA02	2009	1	5.303	5.534	5.534	231
	2010	1	5.497	5.574	5.574	77
	2011	8	3.098	4.372	3.252	155
SA03	2009	46	2.174	3.545	3.383	1.209
	2010	24	10.447	12.843	10.543	96
	2011	73	48.524	67.879	50.043	1.519

Elaboração própria

A análise apresentada leva a concluir que existem menos valias contabilísticas potenciais não reconhecidas, situação que se afasta dos princípios geralmente definidos para a generalidade das entidades.

Do estudo efectuado aos fundos geridos pelas diversas entidades conclui-se que:

- Existem sociedades gestoras que admitem a mensuração de activos por quantias superiores à média das avaliações, o que tem implícito a aceitação do intervalo [Média das avaliações; Custo de aquisição]; Desta situação resulta que existem fundos com menos valias potenciais não reconhecidas.
- Existem sociedades que não evidenciam mensurações acima da média das avaliações ou, se evidenciam, são perfeitamente insignificantes;

- Existem sociedades que não evidenciam mensurações acima da média das avaliações;
- Face ao intervalo definido na regulamentação não é possível identificar, de forma inequívoca, a existência de políticas consistentes quer entre fundos geridos pela mesma entidade quer relativamente a cada fundo de per si.
- A informação disponível não permite concluir sobre o grau de permanência ou rotatividade dos avaliadores.

## 6. CONCLUSÃO

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) constituem, em Portugal, um assunto ainda relativamente recente, com menos de trinta anos, sendo geralmente constituídos como um instrumento de dinamização do sector imobiliário.

As revisões legislativas, bem como as novas figuras de FII que foram sendo criadas, sobretudo após o ano de 2004, conferem aos FII importante dinamismo, ainda que actualmente em fase de grande estagnação face à crise financeira existente a nível nacional e internacional.

De um ponto de vista contabilístico, as alterações dos normativos verificadas para a generalidade das entidades, em 2009, não tiveram qualquer impacto na mensuração dos imóveis nos fundos de investimento imobiliário, uma vez que existia e existe legislação específica para estes, que é baseada no Basileia II (2005). Assim, toma especial relevo para este estudo o Regulamento da CMVM n.º 2/2005 que regulamenta a contabilidade dos FII.

De acordo com a legislação que regula a actividade dos fundos, e à luz do Regulamento n.º 2/2005 da CMVM, os imóveis que compõem a carteira dos FII devem estar mensurados num intervalo compreendido entre o custo de aquisição e o valor médio de duas avaliações efectuadas por peritos avaliadores inscritos na lista de avaliadores da CMVM. As avaliações assumem particular interesse para o presente estudo, na medida em que reflectem estimativas de justo valor com efeito significativo nos resultados dos fundos e, consequentemente, no valor da unidade de participação. Por imposição legal e prudencial, estas avaliações devem ser efectuadas com um intervalo máximo de dois anos, por dois peritos, conforme referido, e sempre que existam alterações ou situações que justifiquem intervalos mais curtos.

Sendo os FII considerados entidades de interesse público, a prestação de contas a que estão sujeitos carece de Relatório de Auditoria elaborado por um auditor registado na CMVM, com o qual se pretende aumentar a credibilidade da informação financeira junto dos seus utilizadores ou investidores.

No âmbito dos procedimentos a desenvolver com vista à emissão do referido relatório, o auditor deve verificar o cumprimento da legislação aplicável aos FIIF, bem como verificar os pressupostos que fundamentam as afirmações efectuadas pelos peritos avaliadores sobre o valor do imóvel, sendo certo que quando os mesmos tiverem conclusões muito

divergentes, o auditor deverá equacionar a necessidade de discutir com os avaliadores tais diferenças de avaliação e, se for caso disso, divulgar tal facto no seu relatório sem que tenha que ser feita menção específica aos peritos avaliadores em causa. De resto as avaliações que difiram entre si 20% ou mais devem ser comunicadas à CMVM pela sociedade gestora.

No entanto, a volatilidade dos valores dos activos imobiliários conjugados com a flexibilidade permitida por lei (intervalo de valores de mensuração) leva a que se questione sobre as políticas efectivamente seguidas pelas sociedades gestoras, ou seja, se existem ou não sociedades gestoras que não reconheçam a totalidade das menos valias potenciais associadas aos imóveis. O que no contexto da desvalorização imobiliária actual poderá colocar questões sobre a aplicação do princípio da prudência e eventuais “bolhas imobiliárias”.

Do estudo e análise efectuada aos FII (fundos fechados) geridos pelas seis maiores sociedades gestoras pode afirmar-se que, na generalidade dos fundos, é adoptada uma política de investimentos direccionada tanto para projectos de construção como para a aquisição de imóveis acabados para posterior venda ou arrendamento, ainda que nalguns fundos a política seja orientada apenas para uma das opções.

Os fundos são, normalmente, de pequena dimensão, não ultrapassando, em muitos casos, mais de 15 imóveis, os quais, sobretudo a partir de 2009, por via da conjuntura de recessão económica, registam uma tendência de desvalorização face ao seu custo de aquisição.

Face à heterogeneidade existente nem sempre é possível estabelecer uma relação directa entre a política de mensuração dos imóveis e a situação de valorização (a média das avaliações ser superior ao custo de aquisição), ou de desvalorização (a média das avaliações ser inferior ao custo de aquisição). Não foi ainda identificada uma homogeneidade de critérios na aplicação das políticas de mensuração entre os diversos fundos geridos por uma mesma entidade gestora.

Partindo do pressuposto que numa análise de risco haverá menor predisposição à aceitação de menos valias potenciais por reconhecer nas DF do que à aceitação de mais valias potenciais por reconhecer, optou-se por estudar mais profundamente as primeiras.

Entre os fundos geridos pelas seis maiores gestoras analisadas, há situações em que a sociedade gestora optou por não reflectir na contabilidade do fundo qualquer mais valia, outras em que esta optou pelo reconhecimento parcial e outras em que optou pelo

reconhecimento total das mais valias potenciais. Face a esta situação pode afirmar-se que existe, em certos casos, um diferimento do reconhecimento dos ganhos sendo em última análise atribuído aos seus participantes do FII no momento da liquidação que coincide com o momento de resgate das UP.

No que se refere às menos valias constatou-se a existência de sociedades que adoptaram o reconhecimento integral das menos valias potenciais, enquanto outras apresentam imóveis com valor contabilístico superior à média das avaliações, ou seja, as menos valias não são reconhecidas na sua totalidade.

Assim, a questão que se levanta, à luz do princípio da prudência e de uma minimização de diferenças de expectativas por parte dos participantes é se fará sentido o não reconhecimento integral das menos valias já que o desempenho do fundo é de algum modo sobreavaliado, e poderá por em causa a protecção dos interesses dos investidores.

Tal fundamento, ainda que possa ser legalmente permitido, choca com os princípios geralmente admitidos na doutrina contabilística. Salvo melhor opinião, trata-se de matéria relevante e que deveria ser objecto de ponderação.

Por outro lado, em contextos recessivos, seria prudente sujeitar as avaliações a períodos mais curtos, ou seja, anualmente.

Finalmente, considera-se pertinente a existência de uma certa estabilidade ao nível das entidades avaliadoras a fim de salvaguardar a existência de oscilações de valorizações em resultado das alterações dos peritos. A identificação dos avaliadores e eventuais alterações deveriam ser objecto de divulgação no anexo.

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios. Acessível em: <http://www.apfipp.pt/>

Almeida, Rui M.P., Dias, Ana Isabel, Albuquerque, Fábio de, Carvalho, Fernando e Pinheiro, Pedro – SNC Explicado. 2ªEd. ATF – Edições técnicas, 2010. ISBN: 978-989-96412-3-5

Almeida, Rui M.P. – SNC Legislação. ATF – Edições técnicas, 2010. ISBN: 978-989-96412-2-8

Análise sucinta dos fundos de imobiliário no mercado habitacional português do Instituto de Habitação e da Reabilitação Urbana. Disponível em: [http://www.portaldahabitacao.pt/opencms/export/sites/ohru/pt/ohru/documentacao/anexos/ohru/Fundos\\_Imobiliarios.pdf](http://www.portaldahabitacao.pt/opencms/export/sites/ohru/pt/ohru/documentacao/anexos/ohru/Fundos_Imobiliarios.pdf)

Banco de Portugal - Regras prudenciais. Disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Supervisao/SupervisaoPrudencial/Paginas/Regrasprudenciais.aspx>

Carta da Comissão Europeia sobre Fundos especiais de investimento imobiliário florestal. Disponível em: [http://ec.europa.eu/eu\\_law/state\\_aids/agriculture-2005/n283-05.pdf](http://ec.europa.eu/eu_law/state_aids/agriculture-2005/n283-05.pdf)

Câmara do Mercado de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Pages/default.aspx>

CMVM – A Indústria dos Fundos de Investimento em Portugal, 2002. Disponível em: [http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Documents/55b8b6d10bae4e70ab76abc4aad5bc48I ndustria\\_fi\\_pt\\_final.pdf](http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Documents/55b8b6d10bae4e70ab76abc4aad5bc48I ndustria_fi_pt_final.pdf)

Comissão de Normalização Contabilística. Disponível em: <http://www.cnc.min-financas.pt/>

Código das Sociedades Comerciais - Comercial. Porto Editora, 2009. ISBN: 978-972-0-06763-0

Costa, Carlos Baptista da – Auditoria Financeira: Teoria & Pratica. 9ªEd. Rei dos Livros, 2010. ISBN: 978-989-8305-11-4

Costa, Carlos Baptista da – Auditoria Financeira: Teoria & Pratica. 8ªEd. Rei dos Livros, 2007. ISBN: 978-972-51-1127-7

Costa, Miguel Dias – O Valor do Imobiliário: Princípios, Fatores e Técnicas de Avaliação Imobiliária. Coimbra: Almedina, 2012. ISBN: 978-972-40-4705-08.

DECRETO-LEI nº 71/2010. **D.R. I Série-A.** 117 (18-06-2010) Disponível em: <http://dre.pt/pdf1sdip/2010/06/11700/0210002144.pdf>

DIRECTRIZ DE REVISÃO/AUDITORIA 705 – **Fundos de investimento.** Disponível em: <http://www.infocontab.com.pt/download/DRA/DRA705.pdf>

Estatuto dos Benefícios Fiscais. Disponível em: [http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao\\_fiscal/codigos\\_tributarios/](http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/codigos_tributarios/)

Guia sobre fundos de investimento da CMVM. Disponível em: [http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Guia/Documents/4483e4680f8d47cd9253ad65704a77a7guia\\_fundos.pdf](http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Guia/Documents/4483e4680f8d47cd9253ad65704a77a7guia_fundos.pdf)

Jordão, Patrícia Andreia Oliveira – Fundos de Investimento Imobiliário. Tese de mestrado. Lisboa: ISCAL, 2010.

Matias, Tiago dos Santos e Luís, João Pedro A. – Fundos de Investimento em Portugal: Análise do Regime Jurídico e Tributário. Coimbra: Almedina, 2008. ISBN: 978-972-40-3594-9

Martins, Patrícia João Rodrigues – Fundos de Investimento Imobiliário – Trabalho fim de curso na área de Administração e Controlo Financeiro. Lisboa: ISCAL, 2004.

Ordem dos Revisores Oficiais de Contas. Disponível em: <http://www.oroc.pt/>

REGUMENTO DA CMVM nº 2/2005 - **Contabilidade dos Fundos de Investimento Imobiliário.** Disponível em: [http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulamentos/Regulamentos/2005/Documents/47b39a73aee840dd96926bb677a8e406Regulamento2\\_2005.pdf](http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/2005/Documents/47b39a73aee840dd96926bb677a8e406Regulamento2_2005.pdf)

REGUMENTO DA CMVM nº 1/2005 – **Fundos de investimento Imobiliário.** Disponível em: [http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulamentos/Regulamentos/2005/Documents/e4d8f9c9703c34e9a9279574ec72d5a15Regulamento1\\_2005.pdf](http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/2005/Documents/e4d8f9c9703c34e9a9279574ec72d5a15Regulamento1_2005.pdf)

REGUMENTO DA CMVM nº 8/2002 – **Fundos de investimento Imobiliário.** Disponível em:

[http://www.cmvn.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulamentos/Regulamentos/2002/Documents/079df208d868457995e697df2fcde509Regulamento08\\_2002\\_vconsolidada.pdf](http://www.cmvn.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/2002/Documents/079df208d868457995e697df2fcde509Regulamento08_2002_vconsolidada.pdf)

REGUMENTO DA CMVM nº 6/2000 – **Auditores**. Disponível em:  
[http://www.cmvn.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulamentos/Regulamentos/2000/Documents/a7b411ae96a34dc5a7df4291abc81b32Regulamento6\\_2000.pdf](http://www.cmvn.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/2000/Documents/a7b411ae96a34dc5a7df4291abc81b32Regulamento6_2000.pdf)

Turismo fundos. Disponível em: <http://www.turismofundos.pt/fundos>

Veiga, Alexandre Brandão da Veiga – Fundos de investimento Mobiliário e Imobiliário: Regime Jurídico. Coimbra: Almedina, 1999. ISBN: 978-972-401-205-6

## 8. APÊNDICES

### 8.1 APÊNDICE – TABELAS AO ESTUDO EMPÍRICO

#### 8.1.1 FUNDGER

FU01:

Tabela 8.1.1.1 - Análise dos imóveis do FIIF “FU01”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	12	0	0%	10	83%	3	25%	9	75%
	Não Arrendados	1	0	0%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>10</b>	<b>77%</b>	<b>4</b>	<b>31%</b>	<b>9</b>	<b>69%</b>
2010	Arrendados	12	0	0%	12	100%	3	25%	9	75%
	Não Arrendados	2	0	0%	2	100%	1	50%	1	50%
	<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>	<b>4</b>	<b>29%</b>	<b>10</b>	<b>71%</b>
2011	Arrendados	11	0	0%	11	100%	1	9%	10	91%
	Não Arrendados	3	0	0%	3	100%	1	33%	2	67%
	<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>	<b>2</b>	<b>14%</b>	<b>12</b>	<b>86%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.1.2 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU01”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	11.574	10.698	10.491	98,06%	90,64%
	Não Arrendados	504	1.126	793	70,39%	157,29%
	<b>Total</b>	<b>12.078</b>	<b>11.825</b>	<b>11.283</b>	<b>95,42%</b>	<b>93,42%</b>
2010	Arrendados	11.558	9.819	9.819	100,00%	84,96%
	Não Arrendados	520	1.084	1.084	100,00%	208,35%
	<b>Total</b>	<b>12.078</b>	<b>10.903</b>	<b>10.903</b>	<b>100,00%</b>	<b>90,27%</b>
2011	Arrendados	5.986	5.562	5.562	100,00%	92,91%
	Não Arrendados	6.092	4.838	4.838	100,00%	79,42%
	<b>Total</b>	<b>12.078</b>	<b>10.400</b>	<b>10.400</b>	<b>100,00%</b>	<b>86,11%</b>

Elaboração própria

FU02:

Tabela 8.1.1.3 - Análise dos imóveis do FIIF “FU02”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	42	40	95%	2	5%	40	95%	2	5%
	Não Arrendados	12	10	83%	1	8%	11	92%	1	8%
	<b>Total</b>	<b>54</b>	<b>50</b>	<b>93%</b>	<b>3</b>	<b>6%</b>	<b>51</b>	<b>94%</b>	<b>3</b>	<b>6%</b>
2010	Arrendados	44	33	75%	10	23%	34	77%	10	23%
	Não Arrendados	10	6	60%	3	30%	7	70%	3	30%
	<b>Total</b>	<b>54</b>	<b>39</b>	<b>72%</b>	<b>13</b>	<b>24%</b>	<b>41</b>	<b>76%</b>	<b>13</b>	<b>24%</b>
2011	Arrendados	45	10	22%	34	76%	11	24%	34	76%
	Não Arrendados	9	4	44%	5	56%	4	44%	5	56%
	<b>Total</b>	<b>54</b>	<b>14</b>	<b>26%</b>	<b>39</b>	<b>72%</b>	<b>15</b>	<b>28%</b>	<b>39</b>	<b>72%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.1.4 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU02”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	24.644	25.278	24.576	97,22%	99,72%
	Não Arrendados	5.070	5.198	5.067	97,49%	99,94%
	<b>Total</b>	<b>29.714</b>	<b>30.476</b>	<b>29.643</b>	<b>97,27%</b>	<b>99,76%</b>
2010	Arrendados	26.734	26.839	26.242	97,78%	98,16%
	Não Arrendados	3.371	2.709	2.624	96,89%	77,86%
	<b>Total</b>	<b>30.105</b>	<b>29.547</b>	<b>28.866</b>	<b>97,70%</b>	<b>95,89%</b>
2011	Arrendados	27.138	25.878	25.799	99,69%	95,07%
	Não Arrendados	3.009	2.270	2.210	97,38%	73,46%
	<b>Total</b>	<b>30.147</b>	<b>28.148</b>	<b>28.009</b>	<b>99,51%</b>	<b>92,91%</b>

Elaboração própria

FU03:

Tabela 8.1.1.5 - Análise dos imóveis do FIIF “FU03”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	5	3	60%	0	0%	5	100%	0	0%
	Não Arrendados	2	2	100%	0	0%	2	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>71%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>7</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados	6	4	67%	0	0%	6	100%	0	0%
	Não Arrendados	3	3	100%	0	0%	3	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>78%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>9</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2011	Arrendados	7	4	57%	0	0%	7	100%	0	0%
	Não Arrendados	2	2	100%	0	0%	2	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>67%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>9</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.1.6 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU03”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	1.514	5.486	2.318	42,25%	153,07%
	Não Arrendados	663	723	663	91,74%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>2.177</b>	<b>6.265</b>	<b>2.981</b>	<b>47,58%</b>	<b>136,90%</b>
2010	Arrendados	1.534	5.420	2.338	43,13%	152,36%
	Não Arrendados	646	779	646	82,88%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>2.180</b>	<b>6.200</b>	<b>2.984</b>	<b>48,13%</b>	<b>136,85%</b>
2011	Arrendados	1.859	4.504	3.163	70,22%	170,11%
	Não Arrendados	333	411	333	80,82%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>2.192</b>	<b>4.915</b>	<b>3.495</b>	<b>71,11%</b>	<b>159,48%</b>

Elaboração própria

FU04:

Tabela 8.1.1.7 - Análise dos imóveis do FIIF “FU04”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados									
	Não Arrendados	3	3	100%	0	0%	3	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>3</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados									
	Não Arrendados	3	1	33%	2	67%	2	67%	1	33%
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>
2011	Arrendados									
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.1.8 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU04”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados					
	Não Arrendados	3.020	3.086	3.020	97,85%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>3.020</b>	<b>3.086</b>	<b>3.020</b>	<b>97,85%</b>	<b>100,00%</b>
2010	Arrendados					
	Não Arrendados	3.054	3.074	3.051	99,24%	99,91%
	<b>Total</b>	<b>3.054</b>	<b>3.074</b>	<b>3.051</b>	<b>99,24%</b>	<b>99,91%</b>
2011	Arrendados					
	Não Arrendados	182	194	182	93,73%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>182</b>	<b>194</b>	<b>182</b>	<b>93,73%</b>	<b>100,00%</b>

Elaboração própria

FU05:

Tabela 8.1.1.9 - Análise dos imóveis do FIIF “FU05”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	6	6	100%	0	0%	6	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>7</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados	1	0	0%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	9	6	67%	0	0%	9	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>10</b>	<b>6</b>	<b>60%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>10</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2011	Arrendados	2	1	50%	0	0%	2	100%	0	0%
	Não Arrendados	12	7	58%	1	8%	10	83%	2	17%
	<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>57%</b>	<b>1</b>	<b>7%</b>	<b>12</b>	<b>86%</b>	<b>2</b>	<b>14%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.1.10 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU05”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	104	173	104	60,32%	100,00%
	Não Arrendados	1.768	2.203	1.768	80,24%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>1.872</b>	<b>2.376</b>	<b>1.872</b>	<b>78,79%</b>	<b>100,00%</b>
2010	Arrendados	104	171	119	69,80%	114,37%
	Não Arrendados	1.754	2.282	1.852	81,14%	105,54%
	<b>Total</b>	<b>1.859</b>	<b>2.453</b>	<b>1.971</b>	<b>80,35%</b>	<b>106,04%</b>
2011	Arrendados	169	239	184	76,91%	108,87%
	Não Arrendados	1.869	2.187	1.831	83,75%	97,97%
	<b>Total</b>	<b>2.038</b>	<b>2.426</b>	<b>2.015</b>	<b>83,08%</b>	<b>98,87%</b>

Elaboração própria

FU06:

Tabela 8.1.1.11 - Análise dos imóveis do FIIF “FU06”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	4	1	25%	2	50%	3	75%	1	25%
	Não Arrendados	20	16	80%	4	20%	17	85%	3	15%
	<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>17</b>	<b>71%</b>	<b>6</b>	<b>25%</b>	<b>20</b>	<b>83%</b>	<b>4</b>	<b>17%</b>
2010	Arrendados	5	0	0%	5	100%	3	60%	2	40%
	Não Arrendados	19	0	0%	19	100%	16	84%	3	16%
	<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>	<b>19</b>	<b>79%</b>	<b>5</b>	<b>21%</b>
2011	Arrendados	5	0	0%	5	100%	2	40%	3	60%
	Não Arrendados	19	0	0%	19	100%	16	84%	3	16%
	<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>	<b>18</b>	<b>75%</b>	<b>6</b>	<b>25%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.1.12 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU06”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	7.148	7.336	7.225	98,48%	101,08%
	Não Arrendados	7.488	8.074	7.408	91,75%	98,93%
	<b>Total</b>	<b>14.636</b>	<b>15.410</b>	<b>14.633</b>	<b>94,95%</b>	<b>99,98%</b>
2010	Arrendados	7.641	7.523	7.523	100,00%	98,45%
	Não Arrendados	6.918	7.337	7.337	100,00%	106,06%
	<b>Total</b>	<b>14.559</b>	<b>14.860</b>	<b>14.860</b>	<b>100,00%</b>	<b>102,07%</b>
2011	Arrendados	7.675	7.489	7.489	100,00%	97,57%
	Não Arrendados	6.924	7.134	7.134	100,00%	103,04%
	<b>Total</b>	<b>14.599</b>	<b>14.623</b>	<b>14.623</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,16%</b>

Elaboração própria

FU07:

Tabela 8.1.1.13 - Análise dos imóveis do FIIF “FU07”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	1	0	0%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	2	0	0%	2	100%	2	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>3</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados	1	0	0%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	2	0	0%	2	100%	0	0%	2	100%
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>
2011	Arrendados									
	Não Arrendados	3	0	0%	2	67%	1	33%	2	67%
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.1.14 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU07”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	285	678	633	93,34%	222,17%
	Não Arrendados	6.739	7.286	7.286	100,00%	108,13%
	<b>Total</b>	<b>7.023</b>	<b>7.964</b>	<b>7.919</b>	<b>99,43%</b>	<b>112,75%</b>
2010	Arrendados	285	678	633	93,34%	222,17%
	Não Arrendados	6.745	5.575	5.575	100,00%	82,66%
	<b>Total</b>	<b>7.030</b>	<b>6.253</b>	<b>6.208</b>	<b>99,28%</b>	<b>88,31%</b>
2011	Arrendados					
	Não Arrendados	7.048	6.253	6.234	99,70%	88,45%
	<b>Total</b>	<b>7.048</b>	<b>6.253</b>	<b>6.234</b>	<b>99,70%</b>	<b>88,45%</b>

Elaboração própria

FU08:

Tabela 8.1.1.15 - Análise dos imóveis do FIIF “FU08”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados									
	Não Arrendados	1	1	100%		0%	1	100%		0%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>		<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>		<b>0%</b>
2010	Arrendados									
	Não Arrendados	1	0	0%		0%	1	100%		0%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>		<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>		<b>0%</b>
2011	Arrendados	1	0	0%		0%	1	100%		0%
	Não Arrendados	2	1	50%		0%	2	100%		0%
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>		<b>0%</b>	<b>3</b>	<b>100%</b>		<b>0%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.1.16 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU08”  
(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados					
	Não Arrendados	418	913	418	45,72%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>418</b>	<b>913</b>	<b>418</b>	<b>45,72%</b>	<b>100,00%</b>
2010	Arrendados					
	Não Arrendados	595	896	885	98,84%	148,73%
	<b>Total</b>	<b>595</b>	<b>896</b>	<b>885</b>	<b>98,84%</b>	<b>148,73%</b>
2011	Arrendados	159	234	206	87,94%	129,71%
	Não Arrendados	2.364	3.390	2.987	88,11%	126,32%
	<b>Total</b>	<b>2.523</b>	<b>3.624</b>	<b>3.193</b>	<b>88,09%</b>	<b>126,53%</b>

Elaboração própria

FU09:

Tabela 8.1.1.17 - Análise dos imóveis do FIIF “FU09”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	3	2	67%	0	0%	3	100%	0	0%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>75%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>4</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados	3	0	0%	1	33%	2	67%	1	33%
	Não Arrendados									
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>
2011	Arrendados	3	0	0%	1	33%	2	67%	1	33%
	Não Arrendados									
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.1.18 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU09”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	66.845	69.445	67.033	96,53%	100,28%
	Não Arrendados	48.780	53.079	48.780	91,90%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>115.625</b>	<b>122.525</b>	<b>115.812</b>	<b>94,52%</b>	<b>100,16%</b>
2010	Arrendados	100.980	105.021	101.060	96,23%	100,08%
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>	<b>100.980</b>	<b>105.021</b>	<b>101.060</b>	<b>96,23%</b>	<b>100,08%</b>
2011	Arrendados	101.032	105.021	103.108	98,18%	102,05%
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>	<b>101.032</b>	<b>105.021</b>	<b>103.108</b>	<b>98,18%</b>	<b>102,05%</b>

Elaboração própria

FU10:

Tabela 8.1.1.19 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU10”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	13	0	0%	9	69%	9	69%	4	31%
	Não Arrendados	12	0	0%	7	58%	9	75%	3	25%
	<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>16</b>	<b>64%</b>	<b>18</b>	<b>72%</b>	<b>7</b>	<b>28%</b>
2010	Arrendados	13	0	0%	10	77%	10	77%	3	23%
	Não Arrendados	16	0	0%	11	69%	13	81%	3	19%
	<b>Total</b>	<b>29</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>21</b>	<b>72%</b>	<b>23</b>	<b>79%</b>	<b>6</b>	<b>21%</b>
2011	Arrendados	14	0	0%	14	100%	8	57%	6	43%
	Não Arrendados	14	0	0%	14	100%	8	57%	6	43%
	<b>Total</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>28</b>	<b>100%</b>	<b>16</b>	<b>57%</b>	<b>12</b>	<b>43%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.1.20 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU10”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	14.636	15.233	15.162	99,53%	103,59%
	Não Arrendados	29.016	30.194	29.967	99,25%	103,28%
	<b>Total</b>	<b>43.652</b>	<b>45.427</b>	<b>45.129</b>	<b>99,34%</b>	<b>103,38%</b>
2010	Arrendados	10.062	10.516	10.475	99,62%	104,10%
	Não Arrendados	44.616	45.841	45.492	99,24%	101,96%
	<b>Total</b>	<b>54.678</b>	<b>56.357</b>	<b>55.967</b>	<b>99,31%</b>	<b>102,36%</b>
2011	Arrendados	22.497	21.880	21.880	100,00%	97,26%
	Não Arrendados	33.697	31.362	31.362	100,00%	93,07%
	<b>Total</b>	<b>56.194</b>	<b>53.242</b>	<b>53.242</b>	<b>100,00%</b>	<b>94,75%</b>

Elaboração própria

FU11:

Tabela 8.1.1.21 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU11”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	1	0	0%	1	100%	0	0%	1	100%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>
2010	Arrendados	1	0	0%	1	100%	0	0%	1	100%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>
2011	Arrendados	1	0	0%	1	100%	0	0%	1	100%
	Não Arrendados	1	0	0%	1	100%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.1.22 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “FU11”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	4.561	2.387	2.387	100,00%	52,34%
	Não Arrendados	1.264	1.435	1.264	88,04%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>5.825</b>	<b>3.823</b>	<b>3.651</b>	<b>95,51%</b>	<b>62,68%</b>
2010	Arrendados	4.561	2.387	2.387	100,00%	52,34%
	Não Arrendados	1.264	1.383	1.264	91,35%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>5.825</b>	<b>3.771</b>	<b>3.651</b>	<b>96,83%</b>	<b>62,68%</b>
2011	Arrendados	4.561	2.491	2.491	100,00%	54,62%
	Não Arrendados	1.264	1.383	1.383	100,00%	109,47%
	<b>Total</b>	<b>5.825</b>	<b>3.875</b>	<b>3.875</b>	<b>100,00%</b>	<b>66,52%</b>

Elaboração própria

## 8.1.2 INTERFUNDOS

IN01:

Tabela 8.1.2.1 - Análise dos imóveis do FIIF “IN01”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	103	103	100%	0	0%	67	65%	36	35%
	Não Arrendados	21	20	95%	1	5%	14	67%	7	33%
	<b>Total</b>	<b>124</b>	<b>123</b>	<b>99%</b>	<b>1</b>	<b>1%</b>	<b>81</b>	<b>65%</b>	<b>43</b>	<b>35%</b>
2010	Arrendados	97	97	100%	0	0%	3	3%	94	97%
	Não Arrendados	7	7	100%	0	0%	1	14%	6	86%
	<b>Total</b>	<b>104</b>	<b>104</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>4</b>	<b>4%</b>	<b>100</b>	<b>96%</b>
2011	Arrendados	95	95	100%	0	0%	1	1%	94	99%
	Não Arrendados	9	8	89%	1	11%	0	0%	9	100%
	<b>Total</b>	<b>104</b>	<b>103</b>	<b>99%</b>	<b>1</b>	<b>1%</b>	<b>1</b>	<b>1%</b>	<b>103</b>	<b>99%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.2.2 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “IN01”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	190.783	191.202	190.783	99,78%	100,00%
	Não Arrendados	29.165	29.218	28.664	98,10%	98,28%
	<b>Total</b>	<b>219.949</b>	<b>220.420</b>	<b>219.447</b>	<b>99,56%</b>	<b>99,77%</b>
2010	Arrendados	181.376	170.052	181.376	106,66%	100,00%
	Não Arrendados	7.779	7.039	7.779	110,52%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>189.155</b>	<b>177.091</b>	<b>189.155</b>	<b>106,81%</b>	<b>100,00%</b>
2011	Arrendados	181.161	167.182	181.161	108,36%	100,00%
	Não Arrendados	7.999	6.561	7.356	112,11%	91,96%
	<b>Total</b>	<b>189.159</b>	<b>173.743</b>	<b>188.516</b>	<b>108,50%</b>	<b>99,66%</b>

Elaboração própria

IN02:

Tabela 8.1.2.3 - Análise dos imóveis do FIIF “IN02”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados									
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados									
	Não Arrendados	2	1	50%	0	0%	2	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2011	Arrendados									
	Não Arrendados	2	1	50%	0	0%	2	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.2.4 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “IN02”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados					
	Não Arrendados	3.124	3.544	3.124	88,14%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>3.124</b>	<b>3.544</b>	<b>3.124</b>	<b>88,14%</b>	<b>100,00%</b>
2010	Arrendados					
	Não Arrendados	69.658	96.844	83.307	86,02%	119,59%
	<b>Total</b>	<b>69.658</b>	<b>96.844</b>	<b>83.307</b>	<b>86,02%</b>	<b>119,59%</b>
2011	Arrendados					
	Não Arrendados	28.448	56.003	33.595	59,99%	118,09%
	<b>Total</b>	<b>28.448</b>	<b>56.003</b>	<b>33.595</b>	<b>59,99%</b>	<b>118,09%</b>

Elaboração própria

IN03:

Tabela 8.1.2.5 - Análise dos imóveis do FIIF “IN03”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	65	56	86%	5	8%	54	83%	11	17%
	Não Arrendados	17	3	18%	14	82%	3	18%	14	82%
	<b>Total</b>	<b>82</b>	<b>59</b>	<b>72%</b>	<b>19</b>	<b>23%</b>	<b>57</b>	<b>70%</b>	<b>25</b>	<b>30%</b>
2010	Arrendados	64	55	86%	5	8%	52	81%	12	19%
	Não Arrendados	19	4	21%	15	79%	3	16%	16	84%
	<b>Total</b>	<b>83</b>	<b>59</b>	<b>71%</b>	<b>20</b>	<b>24%</b>	<b>55</b>	<b>66%</b>	<b>28</b>	<b>34%</b>
2011	Arrendados	62	51	82%	2	3%	44	71%	18	29%
	Não Arrendados	21	5	24%	2	10%	3	14%	18	86%
	<b>Total</b>	<b>83</b>	<b>56</b>	<b>67%</b>	<b>4</b>	<b>5%</b>	<b>47</b>	<b>57%</b>	<b>36</b>	<b>43%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.2.6 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “IN03”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	129.718	130.577	128.268	98,23%	98,88%
	Não Arrendados	30.778	17.309	17.264	99,74%	56,09%
	<b>Total</b>	<b>160.496</b>	<b>147.886</b>	<b>145.532</b>	<b>98,41%</b>	<b>90,68%</b>
2010	Arrendados	122.854	124.051	121.404	97,87%	98,82%
	Não Arrendados	33.644	18.941	19.541	103,17%	58,08%
	<b>Total</b>	<b>156.498</b>	<b>142.992</b>	<b>140.946</b>	<b>98,57%</b>	<b>90,06%</b>
2011	Arrendados	116.439	116.340	114.469	98,39%	98,31%
	Não Arrendados	39.481	20.882	22.188	106,26%	56,20%
	<b>Total</b>	<b>155.920</b>	<b>137.221</b>	<b>136.657</b>	<b>99,59%</b>	<b>87,65%</b>

Elaboração própria

IN04:

Tabela 8.1.2.7 - Análise dos imóveis do FIIF “IN04”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	112	90	80%	14	13%	83	74%	29	26%
	Não Arrendados	104	80	77%	20	19%	61	59%	43	41%
	<b>Total</b>	<b>216</b>	<b>170</b>	<b>79%</b>	<b>34</b>	<b>16%</b>	<b>144</b>	<b>67%</b>	<b>72</b>	<b>33%</b>
2010	Arrendados	109	88	81%	13	12%	80	73%	29	27%
	Não Arrendados	117	90	77%	17	15%	70	60%	47	40%
	<b>Total</b>	<b>226</b>	<b>178</b>	<b>79%</b>	<b>30</b>	<b>13%</b>	<b>150</b>	<b>66%</b>	<b>76</b>	<b>34%</b>
2011	Arrendados	107	84	79%	7	7%	74	69%	33	31%
	Não Arrendados	109	82	75%	7	6%	57	52%	52	48%
	<b>Total</b>	<b>216</b>	<b>166</b>	<b>77%</b>	<b>14</b>	<b>6%</b>	<b>131</b>	<b>61%</b>	<b>85</b>	<b>39%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.2.8 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “IN04”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	45.061	52.307	43.245	82,68%	95,97%
	Não Arrendados	52.811	50.616	49.357	97,51%	93,46%
	<b>Total</b>	<b>97.871</b>	<b>102.923</b>	<b>92.602</b>	<b>89,97%</b>	<b>94,62%</b>
2010	Arrendados	43.164	48.527	40.754	83,98%	94,42%
	Não Arrendados	62.039	61.461	58.881	95,80%	94,91%
	<b>Total</b>	<b>105.203</b>	<b>109.988</b>	<b>99.635</b>	<b>90,59%</b>	<b>94,71%</b>
2011	Arrendados	43.270	48.222	40.385	83,75%	93,33%
	Não Arrendados	57.911	55.949	54.036	96,58%	93,31%
	<b>Total</b>	<b>101.181</b>	<b>104.171</b>	<b>94.420</b>	<b>90,64%</b>	<b>93,32%</b>

Elaboração própria

### 8.1.3 ESAF-FI

ES01:

Tabela 8.1.3.1 - Análise dos imóveis do FIIF “ES01”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	2	1	50%	1	50%	1	50%	1	50%
	Não Arrendados	1	1	100%		0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>
2010	Arrendados	3	2	67%	1	33%	2	67%	1	33%
	Não Arrendados	1	1	100%		0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>75%</b>	<b>1</b>	<b>25%</b>	<b>3</b>	<b>75%</b>	<b>1</b>	<b>25%</b>
2011	Arrendados	3	2	67%	1	33%	2	67%	1	33%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>75%</b>	<b>1</b>	<b>25%</b>	<b>3</b>	<b>75%</b>	<b>1</b>	<b>25%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.3.2 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES01”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	2.912	2.929	2.910	99,35%	99,90%
	Não Arrendados	58	76	58	75,83%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>2.970</b>	<b>3.005</b>	<b>2.968</b>	<b>98,75%</b>	<b>99,91%</b>
2010	Arrendados	9.022	9.527	9.019	94,67%	99,97%
	Não Arrendados	58	72	58	80,78%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>9.080</b>	<b>9.599</b>	<b>9.077</b>	<b>94,57%</b>	<b>99,97%</b>
2011	Arrendados	9.003	9.476	8.975	94,72%	99,69%
	Não Arrendados	58	72	58	80,78%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>9.061</b>	<b>9.548</b>	<b>9.033</b>	<b>94,61%</b>	<b>99,70%</b>

Elaboração própria

ES02:

Tabela 8.1.3.3 - Análise dos imóveis do FIIF “ES02”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	2	0	0%	1	50%	2	100%	0	0%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>3</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados	2	0	0%	1	50%	2	100%	0	0%
	Não Arrendados	1	0	0%	1	100%	0	0%	1	100%
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>
2011	Arrendados	2	0	0%	2	100%	1	50%	1	50%
	Não Arrendados	1	0	0%	1	100%	0	0%	1	100%
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>3</b>	<b>100%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.3.4 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES02”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	38.544	60.560	57.085	94,26%	148,11%
	Não Arrendados	8.630	8.815	8.630	97,91%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>47.174</b>	<b>69.375</b>	<b>65.716</b>	<b>94,73%</b>	<b>139,30%</b>
2010	Arrendados	39.403	60.560	57.085	94,26%	144,88%
	Não Arrendados	6.963	6.950	6.950	100,00%	99,82%
	<b>Total</b>	<b>46.366</b>	<b>67.510</b>	<b>64.035</b>	<b>94,85%</b>	<b>138,11%</b>
2011	Arrendados	35.519	43.537	43.537	100,00%	122,57%
	Não Arrendados	6.666	6.638	6.638	100,00%	99,58%
	<b>Total</b>	<b>42.185</b>	<b>50.175</b>	<b>50.175</b>	<b>100,00%</b>	<b>118,94%</b>

Elaboração própria

ES03:

Tabela 8.1.3.5 - Análise dos imóveis do FIIF “ES03”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	7	7	100%	0	0%	7	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>8</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados	2	2	100%	0	0%	2	100%	0	0%
	Não Arrendados	7	7	100%	0	0%	7	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>9</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2011	Arrendados	6	6	100%	0	0%	6	100%	0	0%
	Não Arrendados	3	3	100%	0	0%	3	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>9</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.3.6 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES03”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	65	71	65	91,58%	100,00%
	Não Arrendados	3.041	3.973	3.041	76,55%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>3.107</b>	<b>4.044</b>	<b>3.107</b>	<b>76,82%</b>	<b>100,00%</b>
2010	Arrendados	130	138	130	94,61%	100,00%
	Não Arrendados	2.787	3.649	2.787	76,37%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>2.917</b>	<b>3.787</b>	<b>2.917</b>	<b>77,03%</b>	<b>100,00%</b>
2011	Arrendados	452	473	452	95,60%	100,00%
	Não Arrendados	2.392	3.100	2.392	77,16%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>2.843</b>	<b>3.572</b>	<b>2.843</b>	<b>79,60%</b>	<b>100,00%</b>

Elaboração própria

ES04:

Tabela 8.1.3.7 - Análise dos imóveis do FIIF “ES04”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados									
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados									
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2011	Arrendados									
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.3.8 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES04”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados					
	Não Arrendados	152	395	152	38,38%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>152</b>	<b>395</b>	<b>152</b>	<b>38,38%</b>	<b>100,00%</b>
2010	Arrendados					
	Não Arrendados	162	395	162	41,03%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>162</b>	<b>395</b>	<b>162</b>	<b>41,03%</b>	<b>100,00%</b>
2011	Arrendados					
	Não Arrendados	162	430	162	37,81%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>162</b>	<b>430</b>	<b>162</b>	<b>37,81%</b>	<b>100,00%</b>

Elaboração própria

ES05:

Tabela 8.1.3.9 - Análise dos imóveis do FIIF “ES05”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2011	Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.3.10 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES05”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	5.172	9.886	5.172	52,32%	100,00%
	Não Arrendados	1.992	3.817	1.992	52,19%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>7.164</b>	<b>13.703</b>	<b>7.164</b>	<b>52,29%</b>	<b>100,00%</b>
2010	Arrendados	6.434	11.310	6.434	56,88%	100,00%
	Não Arrendados	820	1.441	820	56,88%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>7.253</b>	<b>12.751</b>	<b>7.253</b>	<b>56,88%</b>	<b>100,00%</b>
2011	Arrendados	6.510	11.310	6.510	57,56%	100,00%
	Não Arrendados	829	1.441	829	57,56%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>7.339</b>	<b>12.751</b>	<b>7.339</b>	<b>57,56%</b>	<b>100,00%</b>

Elaboração própria

ES06:

Tabela 8.1.3.11 - Análise dos imóveis do FIIF “ES06”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	4	0	0%	4	100%	2	50%	2	50%
	Não Arrendados	11	1	9%	10	91%	9	82%	2	18%
	<b>Total</b>	<b>15</b>	<b>1</b>	<b>7%</b>	<b>14</b>	<b>93%</b>	<b>11</b>	<b>73%</b>	<b>4</b>	<b>27%</b>
2010	Arrendados	6	0	0%	6	100%	3	50%	3	50%
	Não Arrendados	15	1	7%	14	93%	13	87%	2	13%
	<b>Total</b>	<b>21</b>	<b>1</b>	<b>5%</b>	<b>20</b>	<b>95%</b>	<b>16</b>	<b>76%</b>	<b>5</b>	<b>24%</b>
2011	Arrendados	5	0	0%	5	100%	3	60%	2	40%
	Não Arrendados	14	0	0%	14	100%	10	71%	4	29%
	<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>19</b>	<b>100%</b>	<b>13</b>	<b>68%</b>	<b>6</b>	<b>32%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.3.12 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES06”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	4.608	5.149	5.149	100,00%	111,72%
	Não Arrendados	13.666	14.089	13.925	98,84%	101,90%
	<b>Total</b>	<b>18.275</b>	<b>19.237</b>	<b>19.074</b>	<b>99,15%</b>	<b>104,37%</b>
2010	Arrendados	4.599	5.174	5.174	100,00%	112,50%
	Não Arrendados	13.701	14.050	13.925	99,11%	101,63%
	<b>Total</b>	<b>18.300</b>	<b>19.224</b>	<b>19.099</b>	<b>99,35%</b>	<b>104,36%</b>
2011	Arrendados	4.306	5.036	5.036	100,00%	116,95%
	Não Arrendados	14.002	13.966	13.966	100,00%	99,74%
	<b>Total</b>	<b>18.309</b>	<b>19.002</b>	<b>19.002</b>	<b>100,00%</b>	<b>103,79%</b>

Elaboração própria

ES07:

Tabela 8.1.3.13 - Análise dos imóveis do FIIF “ES07”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados									
	Não Arrendados	2	1	50%	1	50%	1	50%	1	50%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>
2010	Arrendados	1	0	0%	1	100%	0	0%	1	100%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>
2011	Arrendados	2	1	50%	1	50%	2	100%	0	0%
	Não Arrendados	2	2	100%	0	0%	2	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>75%</b>	<b>1</b>	<b>25%</b>	<b>4</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.3.14 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES07”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados					
	Não Arrendados	11.600	10.857	10.805	99,52%	93,15%
	<b>Total</b>	<b>11.600</b>	<b>10.857</b>	<b>10.805</b>	<b>99,52%</b>	<b>93,15%</b>
2010	Arrendados	11.188	10.391	10.391	100,00%	92,88%
	Não Arrendados	414	466	414	88,91%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>11.602</b>	<b>10.857</b>	<b>10.805</b>	<b>99,52%</b>	<b>93,13%</b>
2011	Arrendados	11.293	12.516	12.504	99,90%	110,72%
	Não Arrendados	780	871	780	89,64%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>12.073</b>	<b>13.387</b>	<b>13.284</b>	<b>99,23%</b>	<b>110,03%</b>

Elaboração própria

ES08:

Tabela 8.1.3.15 - Análise dos imóveis do FIIF “ES08”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	4	3	75%	1	25%	3	75%	1	25%
	Não Arrendados	1	0	0%	1	100%	0	0%	1	100%
	<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>60%</b>	<b>2</b>	<b>40%</b>	<b>3</b>	<b>60%</b>	<b>2</b>	<b>40%</b>
2010	Arrendados	5	4	80%	1	20%	4	80%	1	20%
	Não Arrendados	1	0	0%	1	100%	0	0%	1	100%
	<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>67%</b>	<b>2</b>	<b>33%</b>	<b>4</b>	<b>67%</b>	<b>2</b>	<b>33%</b>
2011	Arrendados	5	4	80%	1	20%	4	80%	1	20%
	Não Arrendados	1	0	0%	1	100%	0	0%	1	100%
	<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>67%</b>	<b>2</b>	<b>33%</b>	<b>4</b>	<b>67%</b>	<b>2</b>	<b>33%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.3.16 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES08”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	5.638	7.542	5.632	74,68%	99,90%
	Não Arrendados	2.311	2.232	2.232	100,00%	96,58%
	<b>Total</b>	<b>7.949</b>	<b>9.774</b>	<b>7.864</b>	<b>80,46%</b>	<b>98,93%</b>
2010	Arrendados	9.995	11.974	9.982	83,36%	99,87%
	Não Arrendados	2.023	1.951	1.951	100,00%	96,47%
	<b>Total</b>	<b>12.018</b>	<b>13.926</b>	<b>11.933</b>	<b>85,69%</b>	<b>99,29%</b>
2011	Arrendados	11.679	13.408	11.397	85,00%	97,58%
	Não Arrendados	291	267	267	100,00%	91,75%
	<b>Total</b>	<b>11.970</b>	<b>13.674</b>	<b>11.664</b>	<b>85,30%</b>	<b>97,44%</b>

Elaboração própria

ES09:

Tabela 8.1.3.17 - Análise dos imóveis do FIIF “ES09”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2011	Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.3.18 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES09”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	5.727	6.152	5.727	93,08%	100,00%
	Não Arrendados	23.144	24.864	23.144	93,08%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>28.870</b>	<b>31.017</b>	<b>28.870</b>	<b>93,08%</b>	<b>100,00%</b>
2010	Arrendados	11.534	12.369	11.534	93,25%	100,00%
	Não Arrendados	17.388	18.647	17.388	93,25%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>28.922</b>	<b>31.017</b>	<b>28.922</b>	<b>93,25%</b>	<b>100,00%</b>
2011	Arrendados	7.718	7.945	7.718	97,14%	100,00%
	Não Arrendados	15.768	16.403	15.768	96,13%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>23.486</b>	<b>24.348</b>	<b>23.486</b>	<b>96,46%</b>	<b>100,00%</b>

Elaboração própria

ES10:

Tabela 8.1.3.19 - Análise dos imóveis do FIIF “ES10”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	1	1	100%			1	100%		
	Não Arrendados									
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados									
	Não Arrendados	1		0%	1	100%	1	100%		
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2011	Arrendados	1		0%	1		1	100%		
	Não Arrendados									
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.3.20 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “ES10”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	7.094	11.515	7.094	61,61%	100,00%
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>	<b>7.094</b>	<b>11.515</b>	<b>7.094</b>	<b>61,61%</b>	<b>100,00%</b>
2010	Arrendados					
	Não Arrendados	7.094	11.070	11.070	100,00%	156,05%
	<b>Total</b>	<b>7.094</b>	<b>11.070</b>	<b>11.070</b>	<b>100,00%</b>	<b>156,05%</b>
2011	Arrendados	7.097	11.070	11.070	100,00%	155,98%
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>	<b>7.097</b>	<b>11.070</b>	<b>11.070</b>	<b>100,00%</b>	<b>155,98%</b>

Elaboração própria

### 8.1.4 BPN

BP01:

Tabela 8.1.4.1 - Análise dos imóveis do FIIF “BP01”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	2	2	100%	0	0%	2	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>3</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2010	Arrendados									
	Não Arrendados	2	2	100%	0	0%	2	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2011	Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.4.2 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP01”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	110	114	110	97,26%	100,00%
	Não Arrendados	12.907	17.496	12.907	73,77%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>13.017</b>	<b>17.609</b>	<b>13.017</b>	<b>73,92%</b>	<b>100,00%</b>
2010	Arrendados					
	Não Arrendados	13.029	17.283	13.029	75,39%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>13.029</b>	<b>17.283</b>	<b>13.029</b>	<b>75,39%</b>	<b>100,00%</b>
2011	Arrendados	9.468	13.580	9.468	69,72%	100,00%
	Não Arrendados	3.561	3.703	3.561	96,18%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>13.029</b>	<b>17.283</b>	<b>13.029</b>	<b>75,39%</b>	<b>100,00%</b>

Elaboração própria

BP02:

Tabela 8.1.4.3 - Análise dos imóveis do FIIF “BP02”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	1	0	0%	1	100%	0	0%	1	100%
	Não Arrendados									
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	0%	<b>1</b>	100%	<b>0</b>	0%	<b>1</b>	100%
2010	Arrendados	1	0	0%	1	100%			1	100%
	Não Arrendados									
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	0%	<b>1</b>	100%	<b>0</b>	0%	<b>1</b>	100%
2011	Arrendados	1	0	0%	1	100%			1	100%
	Não Arrendados									
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	0%	<b>1</b>	100%	<b>0</b>	0%	<b>1</b>	100%

Elaboração própria

Tabela 8.1.4.4 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP02”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	25.937	19.515	19.515	100,00%	75,24%
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>	<b>25.937</b>	<b>19.515</b>	<b>19.515</b>	<b>100,00%</b>	<b>75,24%</b>
2010	Arrendados	25.940	18.415	18.415	100,00%	70,99%
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>	<b>25.940</b>	<b>18.415</b>	<b>18.415</b>	<b>100,00%</b>	<b>70,99%</b>
2011	Arrendados	25.940	18.415	18.415	100,00%	70,99%
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>	<b>25.940</b>	<b>18.415</b>	<b>18.415</b>	<b>100,00%</b>	<b>70,99%</b>

Elaboração própria

BP03:

Tabela 8.1.4.5 - Análise dos imóveis do FIIF “BP03”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	52	10	19%	42	81%	10	19%	42	81%
	Não Arrendados	20	4	20%	16	80%	4	20%	16	80%
	<b>Total</b>	<b>72</b>	<b>14</b>	<b>19%</b>	<b>58</b>	<b>81%</b>	<b>14</b>	<b>19%</b>	<b>58</b>	<b>81%</b>
2010	Arrendados	56	12	21%	44	79%	12	21%	44	79%
	Não Arrendados	23	5	22%	18	78%	5	22%	18	78%
	<b>Total</b>	<b>79</b>	<b>17</b>	<b>22%</b>	<b>62</b>	<b>78%</b>	<b>17</b>	<b>22%</b>	<b>62</b>	<b>78%</b>
2011	Arrendados	59	10	17%	49	83%	10	17%	49	83%
	Não Arrendados	21	2	10%	19	90%	2	10%	19	90%
	<b>Total</b>	<b>80</b>	<b>12</b>	<b>15%</b>	<b>68</b>	<b>85%</b>	<b>12</b>	<b>15%</b>	<b>68</b>	<b>85%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.4.6 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP03”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	62.137	56.464	55.501	98,29%	89,32%
	Não Arrendados	51.876	51.935	47.681	91,81%	91,91%
	<b>Total</b>	<b>114.013</b>	<b>108.399</b>	<b>103.182</b>	<b>95,19%</b>	<b>90,50%</b>
2010	Arrendados	63.333	58.439	57.218	97,91%	90,34%
	Não Arrendados	46.655	45.006	42.208	93,78%	90,47%
	<b>Total</b>	<b>109.988</b>	<b>103.445</b>	<b>99.426</b>	<b>96,12%</b>	<b>90,40%</b>
2011	Arrendados	67.959	62.348	60.612	97,22%	89,19%
	Não Arrendados	40.306	35.925	34.937	97,25%	86,68%
	<b>Total</b>	<b>108.265</b>	<b>98.273</b>	<b>95.549</b>	<b>97,23%</b>	<b>88,25%</b>

Elaboração própria

BP04:

Tabela 8.1.4.7 - Análise dos imóveis do FIIF “BP04”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados									
	Não Arrendados									
	<b>Total</b>	<b>0</b>								
2010	Arrendados									
	Não Arrendados	1	1	100%	0	0%	1	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>
2011	Arrendados									
	Não Arrendados	2	1	50%	1	50%	1	50%	1	50%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>	<b>1</b>	<b>50%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.4.8 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP04”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados					
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>					
2010	Arrendados					
	Não Arrendados	3.111	3.528	3.111	88,18%	100,00%
	<b>Total</b>	<b>3.111</b>	<b>3.528</b>	<b>3.111</b>	<b>88,18%</b>	<b>100,00%</b>
2011	Arrendados					
	Não Arrendados	3.111	3.167	3.034	95,81%	97,51%
	<b>Total</b>	<b>3.111</b>	<b>3.167</b>	<b>3.034</b>	<b>95,81%</b>	<b>97,51%</b>

Elaboração própria

BP05:

Tabela 8.1.4.9 - Análise dos imóveis do FIIF “BP05”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	3	1	33%	2	67%	1	33%	2	67%
	Não Arrendados									
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>
2010	Arrendados	3	1	33%	2	67%	1	33%	2	67%
	Não Arrendados									
	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>	<b>1</b>	<b>33%</b>	<b>2</b>	<b>67%</b>
2011	Arrendados	3	0	0%	3	100%	0	0%	3	100%
	Não Arrendados	2	0	0%	2	100%	0	0%	2	100%
	<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>5</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>5</b>	<b>100%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.4.10 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP05”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	63.572	67.127	61.971	92,32%	97,48%
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>	<b>63.572</b>	<b>67.127</b>	<b>61.971</b>	<b>92,32%</b>	<b>97,48%</b>
2010	Arrendados	63.574	67.127	61.973	92,32%	97,48%
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>	<b>63.574</b>	<b>67.127</b>	<b>61.973</b>	<b>92,32%</b>	<b>97,48%</b>
2011	Arrendados	46.848	43.570	43.570	100,00%	93,00%
	Não Arrendados	34.069	29.533	29.533	100,00%	86,69%
	<b>Total</b>	<b>80.917</b>	<b>73.103</b>	<b>73.103</b>	<b>100,00%</b>	<b>90,34%</b>

Elaboração própria

BP06:

Tabela 8.1.4.11 - Análise dos imóveis do FIIF “BP06”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	9	9	100%	0	0%	7	78%	2	22%
	Não Arrendados	10	9	90%	0	0%	8	80%	2	20%
	<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>95%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>15</b>	<b>79%</b>	<b>4</b>	<b>21%</b>
2010	Arrendados	9	4	44%	5	56%	4	44%	5	56%
	Não Arrendados	10	5	50%	5	50%	5	50%	5	50%
	<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>9</b>	<b>47%</b>	<b>10</b>	<b>53%</b>	<b>9</b>	<b>47%</b>	<b>10</b>	<b>53%</b>
2011	Arrendados	6	3	50%	3	50%	3	50%	3	50%
	Não Arrendados	9	4	44%	5	56%	4	44%	5	56%
	<b>Total</b>	<b>15</b>	<b>7</b>	<b>47%</b>	<b>8</b>	<b>53%</b>	<b>7</b>	<b>47%</b>	<b>8</b>	<b>53%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.4.12 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BP06”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	6.335	7.065	6.335	89,68%	100,00%
	Não Arrendados	17.840	19.028	18.033	94,77%	101,08%
	<b>Total</b>	<b>24.176</b>	<b>26.093</b>	<b>24.369</b>	<b>93,39%</b>	<b>100,80%</b>
2010	Arrendados	10.292	10.187	9.312	91,41%	90,47%
	Não Arrendados	13.036	13.441	12.013	89,38%	92,16%
	<b>Total</b>	<b>23.328</b>	<b>23.627</b>	<b>21.325</b>	<b>90,25%</b>	<b>91,41%</b>
2011	Arrendados	8.997	9.260	8.446	91,21%	93,87%
	Não Arrendados	12.692	11.960	11.197	93,62%	88,22%
	<b>Total</b>	<b>21.689</b>	<b>21.220</b>	<b>19.642</b>	<b>92,57%</b>	<b>90,56%</b>

Elaboração própria

### 8.1.5 BANIF

BA01:

Tabela 8.1.5.1 - Análise dos imóveis do FIIF “BA01”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	21	0	0%	5	24%	19	90%	2	10%
	Não Arrendados	7	0	0%	4	57%	6	86%	1	14%
	<b>Total</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>9</b>	<b>32%</b>	<b>25</b>	<b>89%</b>	<b>3</b>	<b>11%</b>
2010	Arrendados	76	0	0%	61	80%	53	70%	23	30%
	Não Arrendados	15	0	0%	14	93%	13	87%	2	13%
	<b>Total</b>	<b>91</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>75</b>	<b>82%</b>	<b>66</b>	<b>73%</b>	<b>25</b>	<b>27%</b>
2011	Arrendados	58	1	2%	49	84%	42	72%	16	28%
	Não Arrendados	33	0	0%	15	45%	29	88%	4	12%
	<b>Total</b>	<b>91</b>	<b>1</b>	<b>1%</b>	<b>64</b>	<b>70%</b>	<b>71</b>	<b>78%</b>	<b>20</b>	<b>22%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.5.2 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BA01”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	53.474	65.484	63.436	96,87%	118,63%
	Não Arrendados	14.915	15.887	15.881	99,96%	106,48%
	<b>Total</b>	<b>68.389</b>	<b>81.371</b>	<b>79.317</b>	<b>97,47%</b>	<b>115,98%</b>
2010	Arrendados	54.527	74.989	72.079	96,12%	132,19%
	Não Arrendados	14.355	15.247	15.272	100,16%	106,39%
	<b>Total</b>	<b>68.882</b>	<b>90.236</b>	<b>87.351</b>	<b>96,80%</b>	<b>126,81%</b>
2011	Arrendados	40.904	51.436	52.141	101,37%	127,47%
	Não Arrendados	28.303	37.686	37.804	100,31%	133,57%
	<b>Total</b>	<b>69.207</b>	<b>89.122</b>	<b>89.944</b>	<b>100,92%</b>	<b>129,96%</b>

Elaboração própria

BA02:

Tabela 8.1.5.3 - Análise dos imóveis do FIIF “BA02”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	13	1	8%	12	92%	12	92%	1	8%
	Não Arrendados	7	0	0%	7	100%	7	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>20</b>	<b>1</b>	<b>5%</b>	<b>19</b>	<b>95%</b>	<b>19</b>	<b>95%</b>	<b>1</b>	<b>5%</b>
2010	Arrendados	12	0	0%	6	50%	6	50%	6	50%
	Não Arrendados	5	0	0%	0	0%	5	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>6</b>	<b>35%</b>	<b>11</b>	<b>65%</b>	<b>6</b>	<b>35%</b>
2011	Arrendados	12	0	0%	12	100%	6	50%	6	50%
	Não Arrendados	5	0	0%	5	100%	5	100%	0	0%
	<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>17</b>	<b>100%</b>	<b>11</b>	<b>65%</b>	<b>6</b>	<b>35%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.5.4 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BA02”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	6.237	8.368	8.384	100,18%	134,43%
	Não Arrendados	1.315	2.298	2.298	100,00%	174,72%
	<b>Total</b>	<b>7.552</b>	<b>10.667</b>	<b>10.682</b>	<b>100,14%</b>	<b>141,45%</b>
2010	Arrendados	6.045	7.612	7.406	97,29%	122,52%
	Não Arrendados	939	1.753	1.622	92,51%	172,73%
	<b>Total</b>	<b>6.984</b>	<b>9.365</b>	<b>9.028</b>	<b>96,40%</b>	<b>129,27%</b>
2011	Arrendados	6.109	7.706	7.706	100,00%	126,14%
	Não Arrendados	875	1.649	1.649	100,00%	188,45%
	<b>Total</b>	<b>6.984</b>	<b>9.354</b>	<b>9.354</b>	<b>100,00%</b>	<b>133,94%</b>

Elaboração própria

BA03:

Tabela 8.1.5.5 - Análise dos imóveis do FIIF “BA03”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados									
	Não Arrendados	4	2	50%	0	0%	2	50%	2	50%
	<b>Total</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>50%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>2</b>	<b>50%</b>	<b>2</b>	<b>50%</b>
2010	Arrendados									
	Não Arrendados	7	3	43%	0	0%	4	57%	3	43%
	<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>43%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>4</b>	<b>57%</b>	<b>3</b>	<b>43%</b>
2011	Arrendados									
	Não Arrendados	7	3	43%	1	14%	3	43%	4	57%
	<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>43%</b>	<b>1</b>	<b>14%</b>	<b>3</b>	<b>43%</b>	<b>4</b>	<b>57%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.5.6 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BA03”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados					
	Não Arrendados	5.042	4.702	5.050	107,40%	100,17%
	<b>Total</b>	<b>5.042</b>	<b>4.702</b>	<b>5.050</b>	<b>107,40%</b>	<b>100,17%</b>
2010	Arrendados					
	Não Arrendados	8.319	8.804	8.585	97,51%	103,20%
	<b>Total</b>	<b>8.319</b>	<b>8.804</b>	<b>8.585</b>	<b>97,51%</b>	<b>103,20%</b>
2011	Arrendados					
	Não Arrendados	8.319	8.735	8.696	99,55%	104,54%
	<b>Total</b>	<b>8.319</b>	<b>8.735</b>	<b>8.696</b>	<b>99,55%</b>	<b>104,54%</b>

Elaboração própria

BA04:

Tabela 8.1.5.7 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BA04”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados									
	Não Arrendados	15	13	87%	0	0%	13	87%	2	13%
	<b>Total</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>87%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>13</b>	<b>87%</b>	<b>2</b>	<b>13%</b>
2010	Arrendados	11	4	36%	0	0%	10	91%	1	9%
	Não Arrendados	8	3	38%	0	0%	6	75%	2	25%
	<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>7</b>	<b>37%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>16</b>	<b>84%</b>	<b>3</b>	<b>16%</b>
2011	Arrendados	11	9	82%	0	0%	4	36%	7	64%
	Não Arrendados	8	4	50%	0	0%	5	63%	3	38%
	<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>68%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>9</b>	<b>47%</b>	<b>10</b>	<b>53%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.5.8 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BA04”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados					
	Não Arrendados	8.799	9.828	8.801	89,55%	100,03%
	<b>Total</b>	<b>8.799</b>	<b>9.828</b>	<b>8.801</b>	<b>89,55%</b>	<b>100,03%</b>
2010	Arrendados	6.555	7.383	6.557	88,81%	100,04%
	Não Arrendados	5.187	5.824	5.190	89,11%	100,06%
	<b>Total</b>	<b>11.742</b>	<b>13.207</b>	<b>11.747</b>	<b>88,95%</b>	<b>100,05%</b>
2011	Arrendados	6.555	6.995	6.557	93,74%	100,04%
	Não Arrendados	5.187	5.290	5.189	98,09%	100,04%
	<b>Total</b>	<b>11.742</b>	<b>12.285</b>	<b>11.746</b>	<b>95,61%</b>	<b>100,04%</b>

Elaboração própria

BA05:

Tabela 8.1.5.9 - Análise dos imóveis do FIIF “BA05”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis				Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	6	0	0%	0	0%	4	67%	2	33%
	Não Arrendados	5	0	0%	0	0%	4	80%	1	20%
	<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>8</b>	<b>73%</b>	<b>3</b>	<b>27%</b>
2010	Arrendados	94	27	29%	8	9%	66	70%	28	30%
	Não Arrendados	13	3	23%	0	0%	10	77%	3	23%
	<b>Total</b>	<b>107</b>	<b>30</b>	<b>28%</b>	<b>8</b>	<b>7%</b>	<b>76</b>	<b>71%</b>	<b>31</b>	<b>29%</b>
2011	Arrendados	89	0	0%	32	36%	57	64%	32	36%
	Não Arrendados	17	0	0%	4	24%	13	76%	4	24%
	<b>Total</b>	<b>106</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>36</b>	<b>34%</b>	<b>70</b>	<b>66%</b>	<b>36</b>	<b>34%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.5.10 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “BA05”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	11.318	11.713	11.283	96,33%	99,69%
	Não Arrendados	6.686	7.565	6.799	89,87%	101,69%
	<b>Total</b>	<b>18.004</b>	<b>19.278</b>	<b>18.082</b>	<b>93,79%</b>	<b>100,43%</b>
2010	Arrendados	17.481	18.544	17.598	94,90%	100,67%
	Não Arrendados	2.801	3.011	2.802	93,08%	100,05%
	<b>Total</b>	<b>20.281</b>	<b>21.555</b>	<b>20.400</b>	<b>94,64%</b>	<b>100,58%</b>
2011	Arrendados	15.811	16.478	15.787	95,80%	99,84%
	Não Arrendados	3.644	4.062	3.785	93,20%	103,89%
	<b>Total</b>	<b>19.455</b>	<b>20.539</b>	<b>19.572</b>	<b>95,29%</b>	<b>100,60%</b>

Elaboração própria

### 8.1.6 SANTANDER:

SA01:

Tabela 8.1.6.1 - Análise dos imóveis do FIIF “SA01”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis						Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		À melhor das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	246	87	35%	50	20%	0	0%	122	50%	124	50%
	Não Arrendados	283	175	62%	15	5%	0	0%	161	57%	122	43%
	<b>Total</b>	<b>529</b>	<b>262</b>	<b>50%</b>	<b>65</b>	<b>12%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>283</b>	<b>53%</b>	<b>246</b>	<b>47%</b>
2010	Arrendados	573	61	11%	238	42%	106	18%	416	73%	157	27%
	Não Arrendados	413	116	28%	73	18%	134	32%	262	63%	151	37%
	<b>Total</b>	<b>986</b>	<b>177</b>	<b>18%</b>	<b>311</b>	<b>32%</b>	<b>240</b>	<b>24%</b>	<b>678</b>	<b>69%</b>	<b>308</b>	<b>31%</b>
2011	Arrendados	518	18	3%	171	33%	184	36%	292	56%	226	44%
	Não Arrendados	414	76	18%	77	19%	149	36%	217	52%	197	48%
	<b>Total</b>	<b>932</b>	<b>94</b>	<b>10%</b>	<b>248</b>	<b>27%</b>	<b>333</b>	<b>36%</b>	<b>509</b>	<b>55%</b>	<b>423</b>	<b>45%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.6.2 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “SA01”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	267.217	288.244	284.176	98,59%	106,35%
	Não Arrendados	38.388	40.582	39.492	97,31%	102,88%
	<b>Total</b>	<b>305.606</b>	<b>328.826</b>	<b>323.668</b>	<b>98,43%</b>	<b>105,91%</b>
2010	Arrendados	361.820	411.913	404.316	98,16%	111,75%
	Não Arrendados	81.266	87.233	84.289	96,63%	103,72%
	<b>Total</b>	<b>443.085</b>	<b>499.146</b>	<b>488.606</b>	<b>97,89%</b>	<b>110,27%</b>
2011	Arrendados	371.998	410.585	411.025	100,11%	110,49%
	Não Arrendados	65.650	67.057	66.769	99,57%	101,70%
	<b>Total</b>	<b>437.648</b>	<b>477.642</b>	<b>477.794</b>	<b>100,03%</b>	<b>109,17%</b>

Elaboração própria

SA02:

Tabela 8.1.6.3 - Análise dos imóveis do FIIF “SA02”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis						Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		À melhor das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	1	1	100%	0	0%	0	0%	0	0%	1	100%
	Não Arrendados											
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>
2010	Arrendados	1	1	100%	0	0%	0	0%	0	0%	1	100%
	Não Arrendados											
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>
2011	Arrendados	3	0	0%	0	0%	3	100%	0	0%	3	100%
	Não Arrendados	5	0	0%	0	0%	5	100%	0	0%	5	100%
	<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>8</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>8</b>	<b>100%</b>

Elaboração própria

Tabela 8.1.6.4 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “SA02”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	5.534	5.303	5.534	104,36%	100,00%
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>	<b>5.534</b>	<b>5.303</b>	<b>5.534</b>	<b>104,36%</b>	<b>100,00%</b>
2010	Arrendados	5.574	5.497	5.574	101,40%	100,00%
	Não Arrendados					
	<b>Total</b>	<b>5.574</b>	<b>5.497</b>	<b>5.574</b>	<b>101,40%</b>	<b>100,00%</b>
2011	Arrendados	1.573	1.114	1.176	105,57%	74,79%
	Não Arrendados	2.800	1.984	2.076	104,66%	74,15%
	<b>Total</b>	<b>4.372</b>	<b>3.098</b>	<b>3.252</b>	<b>104,99%</b>	<b>74,38%</b>

Elaboração própria

SA03:

Tabela 8.1.6.5 - Análise dos imóveis do FIIF “SA03”

Ano	Classificação	Nº imóveis	Mensuração dos imóveis						Valorização/Desvalorização dos imóveis face ao custo			
			Ao custo		À média das avaliações		À melhor das avaliações		Valorizados		Desvalorizados	
			Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
2009	Arrendados	74	14	19%	36	49%	0	0%	41	55%	33	45%
	Não Arrendados	63	41	65%	15	24%	0	0%	19	30%	44	70%
	<b>Total</b>	<b>137</b>	<b>55</b>	40%	<b>51</b>	37%	<b>0</b>	0%	<b>60</b>	44%	<b>77</b>	56%
2010	Arrendados	75	8	11%	34	45%	6	8%	46	61%	29	39%
	Não Arrendados	72	2	3%	47	65%	15	21%	22	31%	50	69%
	<b>Total</b>	<b>147</b>	<b>10</b>	7%	<b>81</b>	55%	<b>21</b>	14%	<b>68</b>	46%	<b>79</b>	54%
2011	Arrendados	58	8	14%	11	19%	30	52%	21	36%	37	64%
	Não Arrendados	85	3	4%	37	44%	40	47%	26	31%	59	69%
	<b>Total</b>	<b>143</b>	<b>11</b>	8%	<b>48</b>	34%	<b>70</b>	49%	<b>47</b>	33%	<b>96</b>	67%

Elaboração própria

Tabela 8.1.6.6 - Análise das mensurações dos imóveis do FIIF “SA03”

(10<sup>3</sup>euros)

Ano	Classificação	custo aquisição (ca)	média das avaliações (ma)	valor contabilístico (vc)	$\frac{vc}{ma} \times 100$	$\frac{vc}{ca} \times 100$
2009	Arrendados	131.185	144.836	137.777	95,13%	105,02%
	Não Arrendados	18.315	19.685	19.615	99,65%	107,10%
	<b>Total</b>	<b>149.500</b>	<b>164.520</b>	<b>157.392</b>	<b>95,67%</b>	<b>105,28%</b>
2010	Arrendados	90.216	97.266	94.264	96,91%	104,49%
	Não Arrendados	59.193	65.919	59.042	89,57%	99,75%
	<b>Total</b>	<b>149.409</b>	<b>163.186</b>	<b>153.307</b>	<b>93,95%</b>	<b>102,61%</b>
2011	Arrendados	72.869	73.858	72.768	98,52%	99,86%
	Não Arrendados	82.355	69.851	70.822	101,39%	86,00%
	<b>Total</b>	<b>155.224</b>	<b>143.709</b>	<b>143.590</b>	<b>99,92%</b>	<b>92,51%</b>

Elaboração própria

## 9. ANEXOS

### 9.1 ANEXO I – RELATÓRIO DE AUDITORIA

#### RELATÓRIO DE AUDITORIA

##### Introdução

1. Nos termos do disposto na alínea c) do n.º 1 do artigo 8.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM) e com a redacção actual do n.º 3 do artigo 31.º do Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março, apresentamos o nosso Relatório de Auditoria sobre a informação financeira do \_\_\_\_\_ (g) findo em \_\_\_\_\_ (a), do Fundo de Investimento Imobiliário \_\_\_\_\_ (b), gerido pela entidade gestora \_\_\_\_\_ (c), incluída no Relatório de Gestão, no Balanço (que evidencia um total de \_\_\_\_\_ euros e um total de capital do fundo de \_\_\_\_\_ euros, incluindo um resultado líquido (d) de \_\_\_\_\_ euros), na Demonstração dos Resultados e na Demonstração dos Fluxos de Caixa do \_\_\_\_\_ (g) findo naquela data, e nos correspondentes Anexos (e).

##### Responsabilidades

2. É da responsabilidade de \_\_\_\_\_ (f) da entidade gestora \_\_\_\_\_ (c):

a) a preparação de demonstrações financeiras que apresentem de forma verdadeira e apropriada a posição financeira do fundo, o resultado das suas operações e os fluxos de caixa;

b) a preparação da informação financeira histórica, que seja preparada de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites e que seja completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita, conforme exigido pelo CVM;

c) a adopção de políticas e critérios contabilísticos adequados, atentas as especificidades dos Fundos de Investimento Imobiliário;

d) a manutenção de um sistema de controlo interno apropriado;

e) a informação de qualquer facto relevante que tenha influenciado a actividade do fundo, posição financeira ou resultados; e

f) a informação financeira prospectiva, que seja elaborada e apresentada com base em pressupostos e critérios adequados e coerentes e suportada por um sistema de informação apropriado (se aplicável).

3. A nossa responsabilidade consiste em verificar a informação financeira contida nos documentos de prestação de contas acima referidos, designadamente sobre se é completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita, conforme exigido pelo Código dos Valores Mobiliários, competindo-nos emitir um relatório profissional e independente baseado no nosso exame.

## **Âmbito**

4. O exame a que procedemos foi efectuado de acordo com as Normas Técnicas e as Directrizes de Revisão/Auditoria emitidas pela Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, as quais exigem que o mesmo seja planeado e executado com o objectivo de obter um grau de segurança aceitável sobre se as demonstrações financeiras estão isentas de distorções materialmente relevantes. Para tanto o referido exame incluiu:

- a verificação, numa base de amostragem, do suporte das quantias e divulgações constantes das demonstrações financeiras e a avaliação das estimativas, baseadas em juízos e critérios definidos por \_\_\_\_\_ (f), utilizadas na sua preparação;
- a verificação do adequado cumprimento do Regulamento de Gestão do fundo ;
- a verificação da inscrição dos factos sujeitos a registo relativos aos imóveis do fundo;
- a verificação da adequada valorização dos valores do fundo;
- a verificação da não realização de qualquer operação vedada (particularmente as transacções entre diferentes fundos administrados pela mesma sociedade) e da realização de operações dependentes de autorização ou não oposição da CMVM nos termos e condições definidas na lei e respectiva regulamentação;
- a verificação do registo e controlo das operações de subscrição e resgate das unidades de participação do fundo;
- a verificação do ressarcimento e divulgação dos prejuízos causados por erros ocorridos no processo de valorização e divulgação do valor da unidade de participação ou na imputação das operações de subscrição e de resgate ao património do fundo nos termos e condições regulamentarmente previstas (se aplicável);
- a verificação da aplicabilidade do princípio da continuidade;
- a apreciação sobre se é adequada, em termos globais, a apresentação das demonstrações financeiras; e
- a apreciação sobre se a informação financeira é completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita.

5. O nosso exame abrangeu ainda a verificação:

- a) da concordância da informação financeira constante do relatório de gestão com os restantes documentos de prestação de contas; e
- b) das previsões constantes dos referidos documentos, com o objectivo de obter uma segurança moderada sobre os seus pressupostos, critérios e coerência (se aplicável).

6. Entendemos que o exame efectuado proporciona uma base aceitável para a expressão da nossa opinião.

**Reservas (se aplicável)**

7. (Descrição das reservas)

**Opinião**

8. Em nossa opinião, as demonstrações financeiras referidas no parágrafo 1 acima apresentam de forma verdadeira e apropriada, em todos os aspectos materialmente relevantes, a posição financeira de \_\_\_\_\_ (b), gerido pela entidade gestora \_\_\_\_\_ (c), em \_\_\_\_\_ (a), o resultado das suas operações e os fluxos de caixa no \_\_\_\_\_ (g) findo naquela data, em conformidade com os princípios contabilísticos geralmente aceites em Portugal para os fundos de investimento imobiliário e a informação nelas constante é completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita.

9. Baseados no nosso exame dos suportes dos pressupostos das previsões constantes dos documentos de prestação de contas, nada chegou ao nosso conhecimento que nos leve a crer que esses pressupostos não proporcionam uma base aceitável para tais previsões. Em nossa opinião, estas previsões estão preparadas de forma coerente com base naqueles pressupostos e os critérios usados são consistentes com a informação financeira histórica contida nos documentos de prestação de contas (se aplicável).

10. Devemos contudo advertir que frequentemente os acontecimentos futuros não ocorrem da forma esperada, pelo que os resultados reais poderão vir a ser diferentes dos previstos e as variações poderão ser materialmente relevantes (se aplicável).

**Ênfases (se aplicável)**

11. (Descrição das ênfases)

.....(Data)

.....(Assinatura)

.....(Nome e número de inscrição no Registo de Auditores da CMVM)

**LEGENDAS**

(a) Data a que se referem as demonstrações financeiras

(b) Denominação do fundo

(c) Designação da entidade gestora

(d) Quando negativo inserir "negativo"

- (e) Eliminar a referência às demonstrações financeiras que eventualmente não tenham sido preparadas
- (f) Identificar o órgão de gestão
- (g) Indicar, consoante o aplicável: “exercício” (no caso de contas anuais) ou “semestre” (no caso de contas semestrais)