

**Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e
Documentação (FACE)
Departamento de Economia (ECO)
Mestrado Profissional em Economia
Área de concentração: Gestão Previdenciária**

Ronaldo Rodrigues Mota

**A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO
IMOBILIÁRIOS NO BRASIL NO PERÍODO DE 1994 A MARÇO/2013
E A UTILIZAÇÃO DESSA ALTERNATIVA DE INVESTIMENTO
PARA O INVESTIDOR PESSOA FÍSICA NO BRASIL**

**Brasília, DF
Julho de 2013**

Ronaldo Rodrigues Mota

**A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO
IMOBILIÁRIOS NO BRASIL NO PERÍODO DE 1994 A MARÇO/2013
E A UTILIZAÇÃO DESSA ALTERNATIVA DE INVESTIMENTO
PARA O INVESTIDOR PESSOA FÍSICA NO BRASIL**

**BRASÍLIA, DF
2013**

Ronaldo Rodrigues Mota

**A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO
IMOBILIÁRIOS NO BRASIL NO PERÍODO DE 1994 A MARÇO/2013
E A UTILIZAÇÃO DESSA ALTERNATIVA DE INVESTIMENTO
PARA O INVESTIDOR PESSOA FÍSICA NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia e Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação da Universidade de Brasília como requisito à conclusão do curso de Mestrado Profissional em Economia, Área de concentração: Gestão Previdenciária.

Orientador:
Prof. Roberto de Goes Ellery Junior

Linha de pesquisa: Mercado Financeiro

Área de Concentração: Finanças de empresas.

**BRASÍLIA, DF
2013**

MOTA, Ronaldo Rodrigues

A evolução do mercado de fundos de investimento imobiliários no Brasil no período de 1994 a março/2013 e a utilização dessa alternativa de investimento para o investidor pessoa física no Brasil / Ronaldo Rodrigues Mota - Brasília, 2013.

114 p.

Orientador: Prof. Roberto de Goes Ellery Junior

Dissertação de conclusão do curso (Mestrado Profissional em Economia, Área de concentração: Gestão Previdenciária).

Universidade de Brasília, 2º Semestre letivo de 2013.

Bibliografia.

1. Fundos de Investimento Imobiliário 2. Tributação 3. Perfil dos Fundos. 4. Desempenho. 5. Alternativa de Investimento para Pessoa Física no Brasil.

Departamento de Economia e Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação da Universidade de Brasília. II.

Título.

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais, Uno e Eurídice (in memoria), que, pelo exemplo de amor, dedicação e carinho, foram e sempre serão responsáveis por todos os objetivos alcançados e vitórias realizadas. A minha esposa e filhos pela paciência, colaboração e compreensão.

Com todo meu amor e carinho.

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Roberto de Goes Ellery Junior, pela oportunidade, paciência, orientação e valiosos ensinamentos, e por suas contribuições à minha formação acadêmica, pessoal e profissional.

A minha esposa, Fernanda Bechepeche Sarmiento Machado, por seu amor, cumplicidade, dedicação, paciência e suporte para conclusão dos meus objetivos.

À minha família que, com carinho, respeito e compreensão, sempre me incentivou e contribuiu para minha formação pessoal e acadêmica. Especial agradecimento aos meus pais, pelo apoio, dedicação e formação.

A equipe de profissionais da empresa Quantum, sediada no Rio de Janeiro, que disponibilizou acesso ao sistema *Quantum Axis Online*, ferramenta esta onde foi possível extrair informações atualizadas dos fundos de investimento imobiliários disponíveis no mercado brasileiro.

A todos que, direta ou indiretamente, colaboraram na execução deste trabalho.

“Tudo vale a pena quando a alma não é pequena.”

Fernando Pessoa

Sumário

1.	APRESENTAÇÃO	10
2.	INTRODUÇÃO.....	13
3.	CAPÍTULO I.....	15
3.1.	CONCEITO E CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS	15
3.2.	ADMINISTRAÇÃO	30
3.3.	COTAS	38
3.4.	COTISTA	42
3.5.	ASSEMBLEIA DE COTISTAS	43
3.6.	ENCARGOS E DESPESAS DOS FUNDOS.....	44
3.7.	PAPEL DA CVM	46
4.	ORIGEM DOS FII's.....	47
4.1.	OS FII's NO BRASIL.....	48
4.1.1.	FII MEMORIAL OFFICER.....	54
4.1.2.	FII SHOPPING PÁTIO HIGIENÓPOLIS	59
4.1.3.	FII TORRE NORTE.....	65
4.1.4.	FII ALMIRANTE BARROSO, OU "FUNDO DA CAIXA"	69
4.2.	LEGISLAÇÃO DOS FII's.....	75
5.	TRIBUTAÇÃO DOS FII's	80
5.1.	MUDANÇA NA LEGISLAÇÃO PARA QUE REPLEFIRAM NOS FII's DIRETA OU INDIRETAMENTE.....	82
5.1.1.	ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA DE COISA IMÓVEL	82
5.1.2.	PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO.....	84
5.1.3.	RESOLUÇÃO CVM 3.792	85
6.	AVALIAÇÃO DE ATIVOS REAIS.....	86
7.	LIQUIDEZ - O PROBLEMA E SUA IMPORTÂNCIA.....	90
8.	O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO NOS ÚLTIMOS ANOS.....	93
8.1.	ELEVAÇÃO DOS PREÇOS DOS ATIVOS IMOBILIÁRIOS.....	93
8.2.	BOLHA ESPECULATIVA NO MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO.....	96
8.3.	CRECIMENTO E RENTABILIDADE OBTIDA PARA OS FII'S NOS ÚLTIMOS ANOS	99
8.4.	FII's - PERSPECTIVAS PARA OS PRÓXIMOS ANOS NO BRASIL.....	100
8.5.	PONTOS A SEREM OBSERVADOS PARA FOMENTAR O MERCADO DE FII'S	101

8.6. INSTRUMENTOS PARA ELEVAR O NÚMERO DE INVESTIDORES PESSOA FÍSICA NOS FII'S	102
9. CONCLUSÃO	104
ANEXO – I.....	106
10. Referências Bibliográficas	111

1. APRESENTAÇÃO

Este trabalho objetiva oferecer uma abordagem geral dos Fundos de Investimentos Imobiliários no Brasil, sua história, desenvolvimento, características, tipos e o comportamento enquanto forma de investimento. Em suma, o estudo estabelece considerações sobre a atuação desse tipo de investimento no mercado brasileiro, seu crescimento, regulamentação e a capacidade que tais fundos possuem de oferecer uma boa rentabilidade aos poupadores, em especial aos investidores pessoa física.

O Banco Central é uma instituição financeira governamental que funciona como o “banco dos bancos”, sendo o banco do próprio governo, tendo como sua missão institucional a de ser o agente social que assegurar o equilíbrio monetário, a estabilidade da moeda e o controle de crédito do país. O desempenho eficaz dessa missão exige que sejam estabelecidas e determinadas normas e que estas sejam executadas no sentido de controlar o volume de moeda em circulação, de meios de pagamento e as condições de crédito e de financiamento na economia.

O Banco Central exerce ainda a função de controle e fiscalização dos demais bancos do país, detêm o monopólio na emissão de papel-moeda e controla a importação e exportação de dinheiro e de metais preciosos no país.

Dentre os objetivos do Banco Central destaca-se o estímulo à formação de poupança em níveis adequados às necessidades de investimento no país, bem como a preocupação com a estabilidade monetária e o aperfeiçoamento do Sistema Financeiro Nacional.

As instituições financeiras também preocupadas com a apresentação de bons rendimentos, liquidez e segurança para seus investidores procuram desenvolver e aprimorar cada vez mais os instrumentos financeiros que dispõe. Dentre os instrumentos criados, pode ser destacado os fundos de investimento, em especial os Fundos de Investimentos Imobiliários – FII's (ou, simplesmente,

fundos imobiliários), instrumento criado em junho de 1993 e regulamentado em 1994 pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Os FII's proporcionam uma rentabilidade compatível com o mercado Brasileiro, gerando dessa forma, mais uma alternativa de diversificação de investimento ao poupador.

Os assuntos serão abordados preferencialmente sob a ótica do investidor e o enfoque está circunscrito às informações gerais e discussões sobre os aspectos mais relevantes dos fundos de investimento imobiliários.

Esta dissertação está desenvolvida em 8 capítulos, incluindo a introdução e conclusão. De início são apresentados conceitos, a forma de estruturação de um fundo de investimento imobiliário, e os normativos ou leis que regulam tais investimentos. Após esse enfoque, o estudo traça sucintamente a evolução histórica dos fundos imobiliários no Brasil e a atual dimensão dos investimentos existente no país.

No capítulo seguinte é traçada uma análise da dificuldade na criação de um mercado secundário para tais ativos, dado o volume existente de cotas e o volume de recompra dessas cotas, bem como a relação existente entre a redução das taxas de juros no país e crescimento dessa modalidade de investimento.

No capítulo 5, será abordado o aquecimento no mercado imobiliário brasileiro nos últimos anos, a elevação dos preços dos ativos imobiliários, as mudanças na legislação aplicação para o mercado imobiliário que favoreceram ou proporcionaram maior segurança nas aplicações que possuem lastro imobiliário. Avaliação quanto à existência de um mercado especulativo para o segmento imobiliário (criação de bolha especulativa) e como o investidor pessoa física se comporta a esse tipo de investimento.

No capítulo 6, será apresentado a rentabilidade obtida e o perfil dos investidores para os fundos de investimento imobiliários existente no país, os avanços obtidos nos últimos anos dado os tipos de ativos que lastreiam os fundos, o surgimento de novos fundos imobiliários ocorrido nos últimos cinco anos, além

da redução dos impostos para esse tipo de investimento, quando relacionado aos investidores pessoas físicas.

No último capítulo, o trabalho abordará as perspectivas para os próximos anos para os fundos de investimentos imobiliários no Brasil, quais os pontos que deverão ser observados no intuito de fomentar esse mercado ou essa modalidade de investimento e quais são os instrumentos necessários para elevar o número de investidores pessoa física para esse tipo de investimento.

Por último, informo que esta dissertação não esgota as inúmeras possibilidades de análise sobre o tema proposto, no entanto, este trabalho espera contribuir de alguma forma, para aprofundar, ampliar o conhecimento e o debate para essa importante opção diferenciada de investimento que são os Fundos Imobiliários no Brasil.

2. INTRODUÇÃO

O mercado imobiliário brasileiro é um dos maiores mercados do mundo, sendo que nos últimos 25 anos cresceu rapidamente com a construção de inúmeros empreendimentos comerciais, residenciais e industriais.

Segundo MULLER (2012), o mercado imobiliário brasileiro vem sendo beneficiado pelos avanços macroeconômicos alcançados pelo país na última década. A reunião dos fatores: crescimento da economia, estabilidade econômica e a expansão do crédito, geraram benefícios diretos para a população, compreendendo desde uma melhoria no poder de compra e no consumo das famílias até uma estabilidade na taxa de câmbio, favorecendo os investimentos diretos e a criação de empregos. Neste cenário tivemos uma retomada dos investimentos de médio e longo prazo, impactando diretamente a construção de novos empreendimentos imobiliários no país.

Destaca-se, ainda, os avanços macroeconômicos obtidos pelo país, pois este foi importante para a estabilidade econômica, beneficiado por alcançar patamares mais baixo de juros real, aumentando o volume de crédito no país e favorecendo o crescimento dos financiamentos habitacionais.

As dificuldades encontradas no mercado imobiliário são em geral: o valor agregado dos empreendimentos, agilidade para comercializar os imóveis e encontrar investidores com recursos ou formas de financiamento para construir e adquirir tais empreendimentos, ou seja, pulverização dos ativos.

Com base nessas dificuldades, foi criado um mecanismo de fracionamento e redução dos valores a serem investidos, sendo esta a instituição de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), possuindo uma estrutura de cotas e facilitando desta forma a venda e conseqüentemente o fracionamento mais fácil, rápido e garantido do empreendimento.

Os Fundos Imobiliários são formados por grupos de investidores, com o objetivo de aplicar recursos, solidariamente, no desenvolvimento de novos

empreendimentos imobiliários ou em imóveis já existentes. Uma das vantagens dos fundos imobiliários são as características de que as cotas são ativos mobiliários, podendo ser negociadas em Bolsa ou balcão organizado.

O patrimônio do Fundo pode ser direcionado para a construção ou aquisição de imóveis residenciais, comerciais, industriais ou residenciais, além de uma pequena parte que poder ser aplicada também em renda fixa, conforme o objeto estabelecido no seu regulamento.

Criados em junho de 1993, pela Lei 8.668 e regulamentado pela Instrução 205 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 1994, os fundos são “condomínios” de investidores, que funcionam de forma semelhante aos fundos de ações e renda fixa. Os fundos foram criados à imagem e semelhança dos Real Estate Investment Trust (REIT), Norte Americanos, que já existem nos Estados Unidos há mais de 40 anos e têm um patrimônio de cerca de US\$ 300 bilhões (trinta bilhões de dólares).

Na definição de Zelmanovitz (2000, p.45), o REIT é concebido essencialmente como:

...uma empresa (*corporation*) ou fundo (*trustee*) que reúne o capital de muitos investidores para adquirir patrimônio imobiliário ou fornecer financiamento para todas as formas de investimentos mobiliários. Ele serve como um fundo mútuo para aquisição de bens imóveis, visto que os pequenos investidores obtêm o benefício de um portfólio diversificado gerido por um administrador profissional.

No Brasil, são aproximadamente 196 fundos em operação, com um patrimônio líquido conjunto de cerca de R\$ 40,7 bilhões¹, sendo R\$ 28,8 bilhões para fundos negociados em bolsa e R\$ 11,9 bilhões para os Fundos não negociados em bolsa, correspondente a 105 e 91 fundos respectivamente. Anexo – I.

¹ Fonte Quantum Axis, informações posicionadas em 31/03/2013 e obtidas com base nos dados da ANBIMA.

O mercado de Fundos de Investimento Imobiliário é mais uma opção aos investidores do mercado financeiro brasileiro, para a diversificação de seus investimentos permitindo com isso, maior distribuição, volume e velocidade nas vendas dos empreendimentos. Essa opção esta associada à rentabilidade dos investimentos e o retorno financeiro dos seus ativos para os aplicadores, sendo uma forma de investimento que veio viabilizar o acesso de pequenos e médios investidores às aplicações imobiliárias. Tais aplicações se caracterizam como investimentos de retorno de médio a longo prazo.

O presente trabalho pretende mostrar a evolução do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário no país no período de 1994 a Março/2013 e a possibilidade de solidificação desse mercado, dado a criação de um mercado secundário para tais títulos. Destacar os volumes já investidos, a diversificação existente, o número de Fundo Imobiliário criados nos últimos anos e sua ampliação voltada para o investidor pessoa física.

Tal estudo apresenta sua relevância, na medida em que pode ser gerada uma alternativa na criação de mecanismo que viabilizem uma maior liquidez para os grandes investimentos imobiliários, geralmente caracterizados por altos valores agregados, empreendimentos estes sem a opção de liquidez rápida para tais ativos. Com isso, o pequeno investidor pode apropriar-se dos ganhos desse tipo de aplicação, podendo ainda sair parcialmente do investimento realizado, por meio da venda de parte de suas cotas, quando da necessidade de recursos, por parte do investidor.

3. CAPÍTULO I

3.1. CONCEITO E CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS

Os Fundos de Investimento Imobiliários, segundo MEILE (2008, p. 49) são destacados como estratégia para a reprodução do capital, na visão dos empreendedores imobiliários e investidores desse mercado, com sendo uma modalidade de investimento que combina a solidez do mercado imobiliário com a agilidade e liquidez do mercado financeiro. Com isso, o investimento em FII's trazem a mobilidade das transações financeiras ao investimento imobiliário. Assim,

os FII's aparecem como um instrumento do mercado de capitais desenvolvido para integrar o mercado imobiliário ao mercado de valores mobiliários, tornando-se um investimento que transforma um ativo imobiliário em financeiro por meio de administração realizada por instituições financeiras.

Na definição de BRANCO e MONTEIRO (2003, p. 261) o Fundo de Investimento Imobiliário trata-se de um instrumento moderno de agregação do mercado de capitais aos investimentos em imóveis, objetiva o investimento em empreendimentos imobiliários com recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários. Tal característica possibilita acesso para investidores de pequeno e médio porte a alternativas de aplicações, pois o Fundo investe os recursos captados em um ou mais imóveis de significativo valor comercial destinado à renda, tais como: shopping centers, escritórios, andares corporativos, armazéns, empreendimentos logísticos e residências.

Os Fundos de investimento são combinações de recursos de indivíduos e/ou empresas com o propósito de investimento em uma carteira diversificada de ativos, de modo a oferecer oportunidade aos pequenos investidores de diversificar o risco de seus investimentos.

Isto porque se entendia que a maneira mais prática de se conseguir segurança, rentabilidade e liquidez em matéria de fundos de investimentos, consistiam em somar esforços e distribuir os riscos.

Cabe ao Conselho Monetário Nacional normatizar a constituição e o funcionamento de fundos de investimento e ao Banco Central e à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, regulamentar, acompanhar e fiscalizar suas operações e o funcionamento dos fundos de investimento.

Podem-se dividir os fundos de investimento em dois grandes grupos: renda fixa e renda variável. Os fundos de renda fixa são aqueles em que a maioria dos ativos que os compõem são papéis de renda fixa (no mínimo 51% da carteira), ou seja, possuem rendimentos discriminados anteriormente, e geralmente expresso no corpo do título. Já os fundos de renda variável são aqueles em que a maioria dos ativos estão aplicados em papéis de renda variável, como ações ou os

fundos mútuos (no mínimo 51% da carteira), variando em função das condições de mercado.

Os Fundos de Investimento Imobiliário são caracterizados como fundos de renda variável, uma vez que não apresentam remuneração pré-fixada, ou seja, a sua rentabilidade está associada às receitas provenientes do imóvel ou dos imóveis que compõem o fundo.

Os fundos imobiliários são veículos de investimento coletivo constituído sob a forma de condomínio fechado, nos quais os resgates das cotas não são permitidos. Esses fundos são formados resultantes da comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, nos termos da Lei n.º 8.668/93, bem como das Instruções da CVM nº 205/94 e nº 206/94 - Normas Contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos FII.

A legislação vigente compreende ainda a Lei nº 9.779/99, que trata da parte de tributação dos FII, além das leis 11.033/04 e 11.196/05, que versam especificamente sobre a tributação voltada aos cotistas. Foram publicadas ainda, as Instruções CVM nº 389/03, nº 472/08, nº 516/11 e nº 517/11, que buscam regular ou regrar as ações vinculadas a esse tipo de investimento.

Dizer condomínio significa dizer que o domínio se exerce por mais de uma pessoa concomitantemente. O condomínio mobiliário coincide com o condomínio comum na pluralidade de sujeitos da propriedade, ou condôminos, e na unidade da coisa, objeto da propriedade. Ela permanece unida na consecução do seu fim patrimonial. Este tipo de condomínio é voluntário, sendo que cada co-proprietário tem a propriedade de suas cotas, não da totalidade do objeto.

O fundo imobiliário resulta de convenção que tem o caráter de negócio associativo. Esse condomínio pode ser permanente ou transitório, isto é, o fundo pode subsistir indefinidamente ou pode ser organizado para uma só empreitada, finda a qual, poderá ser extinto. Extinguindo-se o fundo extingue-se o condomínio voluntário constituído.

O patrimônio de um fundo imobiliário pode ter em sua composição imóveis comerciais, rurais ou urbanos, residenciais, construídos ou em construção, para posterior alienação, locação ou arrendamento.

Estes fundos são formados por grupos de investidores, com o objetivo de aplicar recursos, solidariamente, no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, na construção de imóveis, na aquisição de imóveis prontos, ou no investimento em projetos que viabilizem o acesso à habitação e serviços, para posterior alienação, locação ou arrendamento. O patrimônio do fundo pode ser formado com a participar um ou mais imóveis, parte de imóveis e/ou direitos a eles relativos, etc.

O modelo de fundo imobiliário adotado no Brasil possui as seguintes características:

a) pode ser constituído de bens e direitos imobiliários, que podem ser utilizados para integralização;

b) é, obrigatoriamente, administrado por instituição financeira;

c) não tem personalidade jurídica própria. A instituição financeira que o administra “empresta” sua personalidade jurídica ao fundo, tornando-se proprietária fiduciária dos bens integrantes do patrimônio, os quais não se comunicam com o patrimônio da instituição;

d) pelo menos 75% do patrimônio do fundo devem estar aplicados em bens e direitos imobiliários. O saldo em caixa deve ser aplicado em ativos de renda fixa;

e) para os casos de fundos destinados a construir imóveis, as integralizações podem ser parceladas em séries. Os fundos podem, também, efetuar aumento de capital mediante a emissão de novas cotas;

f) é um fundo fechado, ou seja, não permite resgate das cotas. O retorno do capital investido se dá através da distribuição de resultados, da renda das cotas, por meio da locação ou exploração comercial dos seus ativos ou, quando

for o caso, na dissolução do fundo com a venda dos seus ativos e distribuição proporcional aos cotistas.

Os Fundos de Investimento Imobiliários são geridos por instituição administradora autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme atribuição da lei que os criou, competindo à instituição administradora a gestão do patrimônio do Fundo.

Os rendimentos distribuídos aos participantes dos Fundos de Investimento Imobiliários são provenientes da exploração econômica dos empreendimentos imobiliários dos quais foram aplicados os seus recursos, remunerando desta forma o capital investido por eles. Em função dos Fundos de Investimento Imobiliário não terem personalidades jurídicas, ficando os seus rendimentos ou ganhos de capitais isentos de Imposto de Renda, exceto os obtidos por aplicações financeiras de renda fixa.

Os rendimentos ou ganhos de capital, na alienação ou resgate de cotas, serão tributáveis como renda dos cotistas, pessoas físicas ou jurídicas à alíquota de 20 %, exclusiva na fonte.

Os FII's são também isentos de PIS e COFINS, o que representa uma vantagem tributária sobre as demais alternativas de investimento da mesma natureza. Para isso, é exigido que o Fundo cumpra algumas condições de enquadramento, tais como:

- i. distribuição semestral de 95% do lucro, no conceito de caixa; e
- ii. não existência de concentração de mais de 25% das cotas em poder do empreendedor ou pessoas a ele vinculadas.

O não cumprimento desses requisitos retira do Fundo as vantagens fiscais descritas acima, passando a submeter-se à tributação como uma empresa qualquer.

Tais benefícios/inoações atrelados aos Fundos de Investimento Imobiliário propiciam a entrada de investidores qualificados, ou seja, instituições

financeiras, companhias seguradoras e sociedades de captação, entidades abertas e fechadas de previdência privada e pessoas jurídicas não financeiras com patrimônio líquido superior a R\$ 5 milhões.

Dentre os Fundos de Investimento Imobiliário destacam-se seis classificações segundo seu objetivo:

Fundo Patrimonial: limita-se a adquirir propriedade ou direitos reais de uso, gozo e fruição de imóveis, para compra e venda ou locação.

Fundo Investidor: limita-se a adquirir direitos obrigacionais relativos aos imóveis em determinada proporção do seu patrimônio.

Fundo Financiador: limita-se a adquirir direitos reais de garantia, direitos decorrentes de promessa de compra e venda ou de alienação fiduciária de imóveis.

Fundo Empreendedor: limita-se a assumir compromissos de aquisição de imóveis ou de execução de obras que envolvam volumes de recursos superiores aos captados na subscrição das cotas.

Fundos de Participação: limita-se a adquirir cotas de outros fundos imobiliários ou valores mobiliários de companhias abertas que tenham por objetivo, exclusivamente, a prática de negócios imobiliários.

Fundos Híbridos: deve indicar detalhadamente a composição de todos os tipos de investimentos adquiridos pelo fundo.

Além da classificação descrita acima, os fundos imobiliários também podem ser classificados de acordo com a classe de ativo predominante em cada fundo, segunda a classificação da ANBIMA²:

Imóvel – Fundos cuja política de investimento prioriza direitos reais sobre bens imóveis. Estes incluem projetos em fase de desenvolvimento,

² ANBIMA: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Representamos as instituições que atuam no mercado de capitais brasileiro. Reunimos o maior número de protagonistas do setor para uma atuação coesa junto ao governo, ao próprio mercado e à sociedade.

incorporação ou construção, ou imóveis acabados, sendo ou não ocupados, e em funcionamento pleno ou parcial. Inclui também investimentos em Sociedades de Propósito Específicos que são proprietárias ou detentoras de direitos reais ou direitos aquisitivos sobre os Imóveis.

Renda Fixa – Fundos cuja política de investimento prioriza instrumentos de renda fixa, que incluem: (i) títulos registrados na CVM, tais como debêntures, certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures e notas promissórias; (ii) certificados de recebíveis imobiliários; (iii) letras hipotecárias; e (iv) letras de crédito imobiliário. Em todos os casos, as atividades preponderantes dos emissores têm que ser necessariamente aquelas permitidas aos FII.

Renda Variável – Fundos cuja política de investimento prioriza instrumentos de renda variável, que incluem: (i) títulos registrados na CVM, tais como ações, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e cotas de fundos de investimento; (ii) ações ou cotas de Sociedades de Propósito Específico; (iii) cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIP); (iv) cotas de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário; (v) cotas de outros FII; e (vi) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Em todos os casos, as atividades preponderantes dos emissores têm que ser necessariamente aquelas permitidas aos FII's.

Multiclasse – Fundos cuja política de investimento combina duas ou mais classes de ativos mencionadas anteriormente.

A indústria de fundos imobiliários no Brasil pode ser classificada em três grupos principais: (i) Fundos de Renda de Aluguel; (ii) Fundos de Desenvolvimento Imobiliário e (iii) Fundos de Investimento em Títulos Imobiliários.

Os fundos de renda de aluguel, segundo (MULLER, VALLE e MILMAN, 2012) são os mais tradicionais e atualmente possuem a maior representatividade

no mercado de FII's brasileiro. Tais FII's têm como política de investimentos a aquisição de imóveis concluídos e visam receber a renda proveniente dos alugueis, e possuem como característica o baixo nível de reinvestimento (uso da renda de aluguel para compra de novos projetos). Os fundos, contudo, diferenciam-se ainda pelas características específicas de seu portfólio, tais como quantidade de imóveis que compõe a sua carteira, concentração de inquilinos, localização e do tipo de imóvel (shopping, galpões, hotéis, edifícios comerciais, etc.).

Os fundos de renda de aluguel apresentam um perfil geralmente mais conservador, pois atuam no segmento de locação com recebimento de aluguel, normalmente vinculados a contratos de longo prazo, agradando a seus contratos de locação a correção de suas receitas (Alugueis) pela inflação do período e normalmente apresentam baixo risco de reinvestimento.

Os principais riscos para os fundos de renda são: (i) a queda do aluguel praticado por metro quadrado; (ii) o aumento da vacância física; e (iii) o aumento da inadimplência dos inquilinos. Destacam-se, ainda, a localização do imóvel, a qualidade da edificação, seu padrão de acabamento, a Infraestrutura da região onde o imóvel está inserido e a taxa de vacância existente.

A análise de crédito do locatário: no caso de um imóvel com apenas um locatário, independentemente da quantidade de ativos que compõe a sua carteira, a análise de risco do FII recai sobre a capacidade de pagamento desse locatário.

Segundo (MULLER, VALLE e MILMAN, 2012), a avaliação da capacidade financeira de pagamento do inquilino deverá ser feita de forma a avaliar os riscos inerentes ao setor de atuação do locatário, se este possui fluxo financeiro de forma a cumprir com os valores acertados para a locação.

Os FIIs de renda de aluguel, podem se dividir em três subclasses:

Fundos de ativo único (mono asset): são fundos que possuem somente um imóvel e, portanto, caracterizam-se por um maior grau de previsibilidade em

suas receitas. Contudo, o imóvel, poderá contar com uma estrutura de um ou mais locatários, sendo o aluguel recebido sua principal fonte de receita.

Figura 1 – FII Mono Asset de Renda com 1 Locatário.

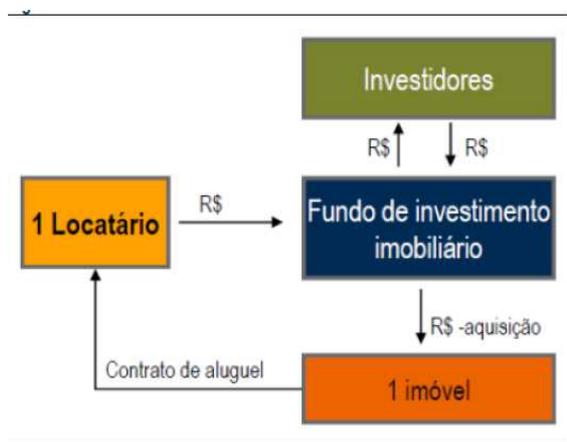
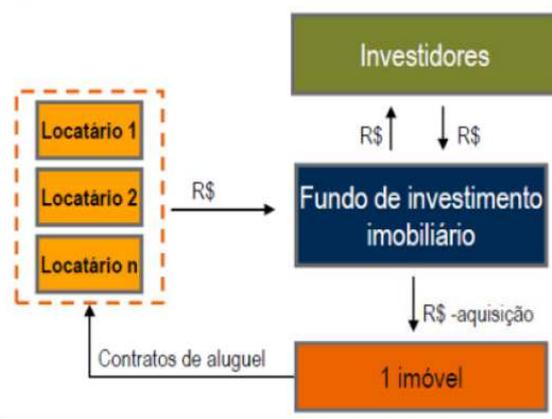


Figura 2 FII Mono Asset de Renda com Diversos Locatários

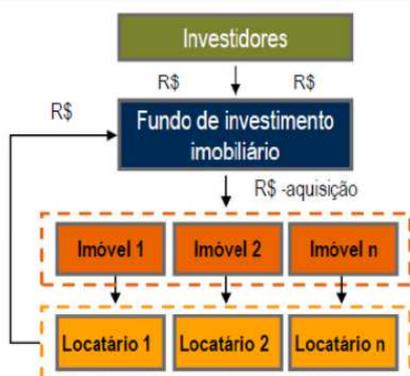


Fonte: BTG Pactual.

Fundos multi assets: são fundos que possuem em sua carteira um quantitativo de imóveis, ou seja, uma carteira composta por diversos empreendimentos imobiliários. Tais empreendimentos poderão, ainda, contar com uma estrutura de um ou mais locatários, sendo os aluguéis recebidos a sua fonte primária de receitas.

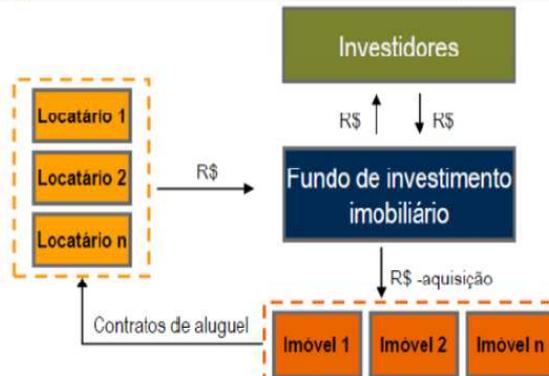
De forma a facilitar o entendimento sobre a estruturação desse tipo de fundo, apresentamos a seguir sua estruturação para melhor entendimento da formatação realizada para esse tipo de Fundo:

Figura 3 – FII Multi Asset de Renda com um Locatário por Imóvel.



Fonte: BTG Pactual

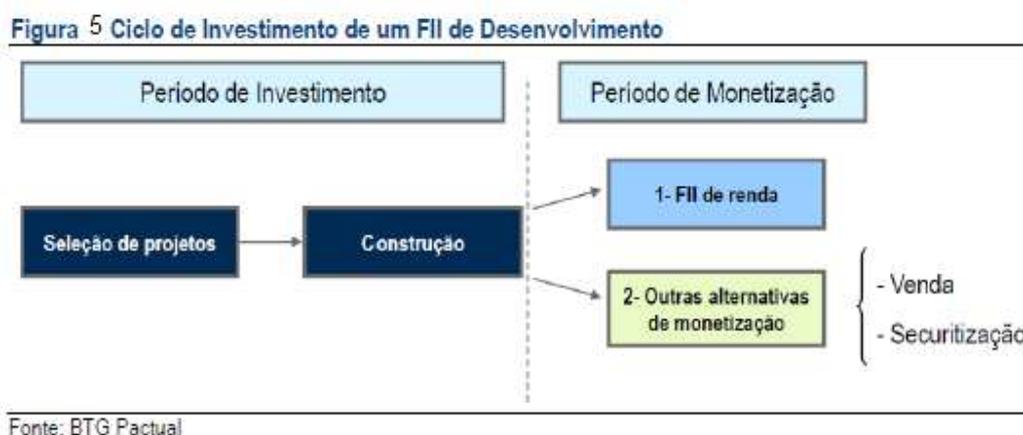
Figura 4 - FII Multi Asset de Renda com Diversos Locatários por Imóvel.



Fonte: BTG Pactual

Os Fundos de Desenvolvimento Imobiliário: normalmente visam maior retorno a partir da construção seguida de sua locação ou venda do imóvel em sua totalidade ou de suas unidades. Por tal característica, os FIIs de desenvolvimento possuem a maior relação risco/retorno apresentado nesse tipo de estrutura, e têm por objetivo incorporar empreendimentos imobiliários desde seus estágios iniciais de construção ou a aquisição de participações em Sociedade de Propósito Específico – SPEs, que também possuem esse objetivo empreender imóveis com o mesmo perfil.

Os FIIs de desenvolvimento participam de todo o processo de incorporação de um imóvel, desde a escolha do terreno, construção da área a ser edificada, perfil do acabamento do empreendimento e dos clientes que serão os usuários ou compradores finais. Segue abaixo modelo de estruturação dos Fundos de Desenvolvimento Imobiliário:



Fundos de Investimento em Títulos Imobiliários: esses fundos são usualmente denominados como fundos de papel, fazendo referencia ao fato de não realizarem investimentos diretos em imóveis (construção ou aquisição). O objetivo de investimento desses fundos é realizar a compra de títulos ou direitos creditórios que possuem lastro imobiliário. Os títulos utilizados são: Certificados de recebíveis imobiliários - CRIs, Letras de crédito imobiliário - LCIs, Letras hipotecárias - LHs, cotas de FIIs, SPEs e ações de empresas do setor.

Os CRI's usualmente são criados por meio da figura de securitização: através dessa estrutura, o FII ou proprietário do imóvel realiza a locação do empreendimento já construído, antecipando o fluxo de recebíveis futuros de aluguel ou da venda do ativo. Com isso, os recebíveis de compra e venda ou de locação são transferidos para uma empresa securitizadora, que emite o CRI usando os recebíveis como lastro (garantia).

Os CRI's usualmente contam com reforços de crédito como subordinação de tranches, excesso de spreads e garantias reais, além de características comuns a títulos de renda fixa como pagamentos pré-definidos de juros e datas para amortização de principal. O CRI é um título de renda fixa, mesma classificação atribuída às LCI's e LH's, pois já possuem uma rentabilidade já pré-determinada.

O FII de desenvolvimento pode optar pela securitização de recebíveis futuros e antecipação de seus recursos, com objetivo de realizar um investimento em novo projeto. Tal estratégia permite ao fundo alcançar maior alavancagem o que pode proporcionar também um maior retorno por cota. Com tal ação, o FII passa a ter um passivo com prioridade sobre o fluxo de aluguéis gerado pelos imóveis (CRI's). Contudo, se a performance de aluguéis for baixa, ou seja, ocorre uma redução do fluxo financeiro previsto, a renda livre do pagamento dos juros do CRI pode ser inferior para os cotistas, refletindo o risco inerente ao processo de alavancagem.

Segue abaixo as definições dos recebíveis imobiliários:

- ✓ CRI's: são títulos emitidos exclusivamente por entidades securitizadoras, lastreados em créditos imobiliários de operação de compra e venda, financiamento ou locação.
- ✓ LCI's: são títulos lastreados em crédito imobiliários garantidos por hipotecas ou por alienação fiduciária de imóvel, emitidos por bancos ou companhias hipotecárias;

- ✓ LH's: são instrumentos de captação utilizados por instituições autorizadas a fornecer linhas de financiamento imobiliário, são indexados a TR ou TJLP.

A maior parte do portfólio dos fundos de investimentos em títulos imobiliário é composta por ativos de renda fixa, tais como: CRI's, LCI's e LH's, garantindo ao fundo maior previsibilidade de receitas e menor volatilidade, condizentes com perfis de menor risco, por serem títulos prefixados, com datas de vencimento futura.

Segue modelagem de estruturação de securitização de recebíveis:

Figura 6 Estrutura de Securitização em FII



Fonte: BTG Pactual

Dentre as principais vantagens atribuídas para a utilização dos Fundos de Investimentos Imobiliários destacam-se:

Acesso ao mercado imobiliário: o Fundo de Investimento Imobiliário permite a formação de uma carteira composta de empreendimentos imobiliários diversos, os quais, pelo volume de recursos envolvidos, não estariam ao alcance de investidores individuais, especialmente os de menor capacidade financeira, aumentando, assim, a quantidade de alternativas de investimento disponíveis. Ou seja, não é preciso dispor de uma soma elevada de recursos para comprar um imóvel (ou vários) como investidor podendo ser sócio de todo o patrimônio.

Ganhos de Escala: ao aplicar em um Fundo de Investimento Imobiliário, é possível para o pequeno investidor obter condições semelhantes às oferecidas aos grandes investidores, uma vez que a soma de recursos proporciona ao Fundo

maior poder de negociação, além de os custos da administração dos investimentos do Fundo serem diluídos entre todos os cotistas, na proporção de suas participações/cotas.

Diversificação: os Fundos de Investimento Imobiliário representam uma oportunidade de diversificação de aplicações para o investidor, pois os rendimentos de suas cotas estão atrelados ao mercado imobiliário, agregando vantagens do mercado de valores mobiliários ao investimento em imóveis.

Simplificação: o investidor não precisa se preocupar pessoalmente com procedimentos referentes a certidões, escrituras, recolhimento do ITBI, entre outras, pois tais assuntos são de responsabilidade do Administrador. Sendo informado que tal simplificação não está relacionada ao risco associado ao imóvel e sua demanda e atratividade para o mercado onde está inserido.

Possibilidade de fracionar o investimento: caso o investidor necessite utilizar parte dos recursos aplicados, não precisará, como no investimento direto em imóveis, liquidar todo o seu investimento, podendo vender no mercado secundário apenas a quantidade de cotas suficientes para suprir a sua necessidade.

Dentre as vantagens listadas acima a de maior relevância é a que permitir ao investidor pessoa física, “investidor comum”, não qualificado, aplicar seus recursos em empreendimentos de grande porte, fato este que somente poderia ser possível se este disponibilizasse elevado volume financeiro para investir em ativos que necessitam de elevado volume financeiro para serem edificados.

Dentre as restrições aos Fundos de Investimento Imobiliário destacam-se:

- é vedado conceder ou contrair empréstimos³, adiantar rendas futuras aos Cotistas ou abrir crédito sob qualquer modalidade;
- a participação do patrimônio que estiver aplicada em empreendimentos imobiliários não deve ser superior a 25% do valor total das cotas, salvo

³ Tal modalidade é vedada no intuito do FII não sofrer qualquer tipo de crescimento e/ou alavancagem com recursos de terceiros, não originários do próprio resultado do Fundo.

em caráter temporário, mediante aprovação da CVM em vista de justificativa dos administrador;

- é vedado promover rendimentos predeterminado aos Cotistas;
- é vedado onerar sob qualquer forma, os ativos imobiliários ou mobiliários do Fundo;
- é vedado adquirir (inclusive por integralização) bens ou direitos onerados;
- é vedada a integralização à prazo da cotas do Fundo (porém, é admitida emissão em séries);
- é vedada a exploração comercial dos bens imóveis diretamente pelo Fundo;
- é vedado prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma;
- é vedado aplicar no exterior recursos captados no país;
- é vedado aplicar recursos na aquisição de cotas do próprio Fundo;
- é vedado negociar com duplicata, notas promissórias ou outros títulos não autorizados pela CVM;
- é vedado aplicar em mercado futuros ou de opções;
- à instituição administradora é vedado adquirir cotas do Fundo.

O Fundo de Investimento Imobiliário tem suas normas e regras definidas em seu regulamento, devendo levar em consideração as obrigações e vedações estipuladas em suas leis e instruções da CVM, conforme já mencionadas anteriormente.

Dentro do Regulamento do Fundo deve ser previsto:

- a qualificação da instituição Administradora;

- obrigações e responsabilidades do administrador;
- remuneração do administrador;
- definição do objeto do fundo;
- a política de investimento;
- a taxa de ingresso ou critério de fixação;
- a remuneração da administradora;
- o regime de divulgação de informações exigido pela CVM;
- as despesas e encargos;
- modo de convocação das assembleias;
- as competências e “quorum” de deliberação de AGC ou AGQ – Assembleia Geral de Cotistas;
- número de cotas a serem emitidas e sua divisão em séries;
- prazo máximo para integralização das cotas em bens;
- possibilidade de novas emissões de cotas;
- o critério de subscrição de cotas pelo mesmo investidor;
- critérios de apuração do valor patrimonial das cotas;
- política de comercialização;
- modo de constituição, duração, dissolução e condições de resgate na liquidação;
- os critérios de distribuição de rendimentos e ganhos de capital.

Em resumo, o regimento do fundo determina as normas, critérios de deliberação, apresentações das informações, forma de distribuição dos resultados do fundo e a forma de dissolução e liquidação do fundo.

3.2. ADMINISTRAÇÃO

A administração dos fundos imobiliários foi atribuída pela lei que os criou a instituições financeiras como: bancos múltiplos com carteira de investimento ou com carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas, sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários ou outras legalmente equiparadas, desde que mantenham departamentos técnicos habilitados a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários ou que contratem tais serviços com terceiros.

O Administrador de FII deve prover ao fundo, direta ou indiretamente, os seguintes serviços: (i) manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários; (ii) atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários; (iii) escrituração de cotas; (iv) custódia de ativos financeiros; (v) auditoria independente; e (vi) gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo.

O condomínio designado fundo imobiliário, de acordo com a lei, obtém fundos com a captação de recursos no mercado, captação essa que obedece ao sistema da Lei n.º 6.385/76 (Lei de Mercado de Capitais). Esse fundo, cujo patrimônio é representado por cotas (valor mobiliário) tem, como titular, a instituição financeira, apesar da pluralidade de subscritores ou adquirentes das cotas, visto que os recebe, em seu nome, mas sob o manto do negócio fiduciário.

Ou seja, o patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário é formado pelos bens e direitos adquiridos pelo seu administrador, em caráter fiduciário⁴, não podendo ser confundido em hipótese alguma com o patrimônio do administrador.

⁴ Segundo KELLNER (2001) Negócio fiduciário, que inspira-se no trust do direito norte-americano, a propriedade é transferida com gravames, ou seja, faz-se necessário averbar no Cartório de Registro de

Não se trata, pois, de um negócio fiduciário típico, mas de uma forma atípica desse negócio. Ao mesmo tempo em que não se permite que os bens pertencentes ao fundo se confundam com aqueles pertencentes à instituição administradora, em função do fundo não tem personalidade jurídica (art. 10 da Lei n.º 8.668/93), este por sua vez não pode ser titular de patrimônio. Contudo, a instituição administradora tem poderes para, em nome próprio, por conta dos proprietários em comum, adquirir, onerar e alienar a coisa, e aplicar os recursos decorrentes da subscrição de novas cotas do fundo.

Esta instituição, como fiduciário, administra o fundo em benefício dos Cotistas pagando-lhes os rendimentos decorrentes da exploração dos imóveis ou mesmo das aplicações financeiras efetuadas pelo fundo. Responsável pelos resultados de sua administração, a instituição exerce poder funcional, igual ao dos administradores das sociedades mercantis e deve responder tal como aqueles, por quaisquer desvios de atribuição ou abuso de poder. Com isso, os bens integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário, não integram o ativo da instituição administradora para efeitos de liquidação judicial ou extrajudicial, não sendo desta forma passíveis de execução por credores do administrador e nem podem ser objeto de constituição de qualquer tipo de garantia dado pelo ele a terceiros, conforme determinado na Lei n.º 8.668/93, artigo sétimo.

A instituição administradora deverá praticar todos os atos necessários à gestão do patrimônio do Fundo, segundo o regulamento específico e as deliberações da assembléia geral de Cotistas, sob a responsabilidade direta de um diretor indicado para esse fim.

Compete à instituição administradora a gestão do patrimônio do Fundo, podendo realizar todas as operações, praticar todos os atos e exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções, podendo abrir e movimentar contas bancárias, adquirir e alienar livremente títulos pertencentes ao Fundo, bem como transigir, desde que observadas às restrições impostas pela Lei nº 8.668,

Imóveis que o titular designado do bem é em realidade apenas fiduciário de outros proprietários, detentores da titularidade do imóvel, cabendo ao fiduciário apenas a administração do bem em benefício dos proprietários.

por esta Instrução, pelo regulamento do Fundo, ou por deliberação da assembleia geral.

Entre o administrador do fundo e o investidor é firmado um contrato de gestão, com responsabilidades definidas e submetido à regulamentação expedida pelo Banco Central ou Comissão de Valores Mobiliários, cumprindo determinação do Conselho Monetário Nacional.

À instituição administradora do Fundo de Investimento Imobiliário compete:

- registrar junto à CVM o pedido de registro da distribuição de cotas do Fundo;
- Manter custodiados em instituição prestadora de serviços de custódia, devidamente autorizada pela CVM, os títulos adquiridos com recursos do Fundo;
- representá-lo ativa e passivamente, judicial e extra-judicialmente;
- responder por má gestão, gestão temerária, conflito de interesses, descumprimento do regulamento ou de decisão de AGQ.
- responder pessoalmente pela evicção de direito, no caso de alienação de imóveis pelo Fundo.
- publicar as demonstrações financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário, na forma que vier a ser regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários;
- arquivo dos pareceres, e relatórios do auditor independente e, quando for o caso, do consultor de investimentos
- a manutenção dos registros dos Cotistas;
- a elaboração dos livros de atas de assembleias;

- providenciar e manter em ordem toda a documentação relacionada aos imóveis, averbação junto ao Cartório de Registro de Imóveis, etc.;
- a manutenção da escrituração das operações praticadas com recursos do Fundo, incluindo os respectivos registros contábeis;
- o gerenciamento dos recursos do Fundo;
- a constituição de reservas;
- a distribuição ou repasse dos rendimentos devidos aos Cotistas;
- o recebimento de valores em nome do Fundo;
- custear despesas de publicidade;
- publicar mensalmente, o valor do patrimônio do Fundo, o valor patrimonial das cotas, e a rentabilidade apurada no período, o que poderá ser feito através das Bolsas de Valores e/ou Mercado de Balcão Organizado, no caso de cotas que tenham registro à negociação em Bolsa e/ou Mercado de Balcão Organizado;
- administrar os recursos do Fundo de forma judiciosa, sem onerá-lo com despesas ou gastos desnecessários ou acima do razoável;
- divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante relativo ao Fundo ou as suas operações, de modo a garantir aos Cotistas e demais investidores, acesso a informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões de adquirir ou alienar cotas do Fundo, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda das cotas do Fundo;
- zelar para que a violação do disposto no item anterior não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança;

- remeter aos Cotistas, semestralmente, os extratos das contas de depósito;
- remeter aos Cotistas, anualmente, informações sobre a quantidade de cotas de sua titularidade e respectivo valor patrimonial, bem como o comprovante para efeitos de declaração de imposto de renda;
- divulgar no(s) jornal (ais) de que trata o artigo 16, no prazo de 60 (sessenta) dias após os meses de junho e dezembro: relatório da instituição administradora; as demonstrações financeiras, elaboradas de acordo com a regulamentação expedida pela CVM; parecer do auditor independente.
- remeter, na data de sua divulgação, à CVM, sem prejuízo de outros que venham a ser exigidos, os documentos relativos ao Fundo;
- fornecer ao cotista, mediante solicitação, relação nominal contendo nome, endereço e quantidade de cotas possuídas pelos participantes do Fundo, podendo cobrar o custo do serviço.

A instituição administradora responde ainda por quaisquer danos causados ao patrimônio do Fundo, decorrentes de:

- a) atos que configurem má gestão ou gestão temerária;
- b) operação de qualquer natureza concluída entre o Fundo e a instituição administradora, entre o Fundo e o empreendedor, ou entre o Fundo e pessoa detentora de mais de 50% (cinquenta por cento) das cotas do Fundo, quando caracterizada situação de conflito de interesses;
- c) atos que configurem violação da Lei, desta Instrução, do regulamento do Fundo, ou de determinação da assembléia geral;
- d) pela evicção de direito, no caso de alienação de imóveis ou direitos integrantes do patrimônio do Fundo.

Caracteriza situação de conflito de interesses, dentre outras:

- a) a aquisição, a locação ou o arrendamento, pelo Fundo, de imóvel de propriedade da instituição administradora, ou de pessoas a ela ligadas;
- b) a alienação, a locação ou o arrendamento de imóvel integrante do patrimônio do Fundo à instituição administradora, ou a pessoas a ela ligadas;
- c) a aquisição pelo Fundo de imóvel de propriedade de devedores da instituição administradora, uma vez caracterizada a inadimplência do devedor.

Consideram-se pessoas ligadas:

A sociedade sob o controle, direta ou indireta, da instituição administradora, ou dos administradores de instituição responsável pela administração do Fundo;

As pessoas físicas ou jurídicas detentoras do controle, direto ou indireto, da instituição administradora;

A sociedade cujo controle, direto ou indireto, pertença às mesmas pessoas físicas ou jurídicas detentoras do controle da instituição administradora;

A sociedade cujos administradores, no todo ou em parte, forem os mesmos da instituição administradora, ressalvados os cargos exercidos em órgãos colegiados previstos no estatuto ou regimento interno da instituição administradora, desde que seus titulares não exerçam funções executivas, ouvidas previamente a CVM.

É vedado à instituição administradora, no exercício específico de suas funções e utilizando-se dos recursos do Fundo de Investimento Imobiliário;

- conceder empréstimos, adiantar rendas futuras aos Cotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade;
- prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma;

- aplicar no exterior recursos captados no País;
- aplicar recursos na aquisição de cotas do próprio Fundo;
- vender à prestação as cotas do Fundo, admitida a divisão da emissão em séries;
- prometer rendimento predeterminado aos Cotistas;
- realizar operações no Fundo quando caracterizada situação de conflito de interesses entre o Fundo e a instituição administradora, ou entre o Fundo e o empreendedor.

Nas hipóteses de renúncia da instituição administradora, seu descredenciamento pela Comissão de Valores Mobiliários, destituição pela assembléia de Cotistas ou sua sujeição ao regime de liquidação judicial ou extrajudicial, a ata da assembléia de Cotistas que eleger nova instituição administradora para substituí-la, devidamente aprovada e registrada na Comissão de Valores Mobiliários, constitui documento hábil para a averbação no Registro de Imóveis, da sucessão da propriedade fiduciária dos bens imóveis integrantes do patrimônio do Fundo.

É cobrado pelo Administrador do Fundo como remuneração pela prestação dos serviços e gestão uma taxa de administração. O Regulamento do Fundo deve fixar a taxa cobrada pelos serviços de administração, podendo estar previstas no Regulamento as taxas de ingresso, de saída e de performance, desde que explicitados os critérios de sua aferição e as condições de pagamento.

A remuneração é geralmente determinada por um percentual da receita do Fundo, sendo de forma direta sobre as receitas brutas ou sobre o resultado líquido auferido por ele, variando de fundo para fundo dependendo de seu regulamento. A taxa de administração não pode ser aumentada sem prévia aprovação da Assembléia Geral, mas o Administrador pode reduzir unilateralmente a taxa, comunicando o fato à CVM e aos Cotistas, e promovendo a devida alteração do Regulamento e do Prospecto.

É indispensável que o investidor consulte o Regulamento para conhecer exatamente quais as taxas que serão cobradas pelo Administrador do Fundo, pois estas afetam diretamente sua rentabilidade.

A responsabilidade civil assume grande importância quando se faz uma análise sobre a responsabilidade que estão sujeitos os administradores dos fundos de investimento.

Segundo PERRICONE (2001) a análise das leis e normas que tratam da regulação e funcionamento dos fundos de investimento, nos leva a concluir ser subjetiva a responsabilidade de seus administradores, em face da ausência, em lei e nas normas, de expressa designação da responsabilidade objetiva. Assim, somente depois de provada a culpa do administrador, a existência do dano e o nexo de causalidade, é que surgirá o dever de reparar os prejuízos causados aos fundos que administra.

Isso porque poderão ocorrer problemas, quanto ao recebimento de eventual indenização ao Fundo, quando o patrimônio do administrador do fundo e o de seus diretores designados não for suficiente para reparar os prejuízos causados. Apesar de não haver norma legal que estabeleça responsabilidade objetiva, solidária e ilimitada do acionista controlador da instituição financeira administradora do fundo de investimento, este tipo de responsabilidade deve ser aplicado e cumpre aos órgãos reguladores estabelecerem regras a respeito desta questão.

É importante lembrar que o Administrador sempre utilizará recursos do Fundo para fazer frente a quaisquer despesas relacionadas com o cumprimento destas obrigações. Por isso que se recomenda no momento da adesão a um Fundo de Investimento Imobiliário, ou durante o período que o investidor dele participar, deve-se escolher adequadamente o Administrador do Fundo e informar-se sobre o Gestor, caso seja terceirizado, inclusive verificando a sua reputação, experiência e qualificação.

3.3. COTAS

As cotas de Fundo de Investimento Imobiliário corresponderão a frações ideais de seu patrimônio. Convém lembrar que as parcelas ideais ou cotas em que se divide o condomínio, não são partes determinadas do imóvel ou objeto, mas apenas frações ideais, indeterminadas.

As cotas poderão ser representadas, conforme estabelecer o regulamento do Fundo, por Certificados de Investimento ou mantidas em contas de depósito em nome de seus titulares, em instituição autorizada pela CVM. Os certificados de investimento somente poderão ser emitidos após a constituição do Fundo e deverão ser entregues aos Cotistas no prazo de 60 (sessenta) dias da constituição do mesmo, devendo ser respeitado igual prazo no caso de emissões posteriores, contado a partir do encerramento da subscrição. A qualidade de cotista é comprovada pelo registro de cotista ou pelo extrato da conta de depósito, aplicando-se, no que couberem, as regras previstas para a transferência de títulos na lei societária.

O investidor adquire cotas do Fundo de Investimento Imobiliário que, por sua vez, adquire em nome próprio os imóveis que pretende explorar comercialmente, indicados para compor sua carteira de ativos. O cotista passa, então, a ter direito ao recebimento de uma parte nos rendimentos que o Fundo vier a obter, conforme o número de cotas que detiver. Todo cotista, ao subscrever cotas do Fundo, deve receber o Regulamento e o Prospecto do fundo.

O Regulamento dispõe sobre: o número de cotas a serem emitidas; os critérios para subscrição de cotas; os critérios para apuração do valor patrimonial das cotas; a publicação periódica do valor das cotas do Fundo, etc.

Quando da emissão das cotas, estas deverão ser integralizadas à vista em espécie, ou na aquisição de bens ou direitos. No caso de aquisição de bens imobiliários estará sujeito à incidência de ITBI.

Em caso de integralização em espécie deverá ser efetuada imediata aplicação do produto da integralização em Fundos de Aplicações Financeiras, em

cotas de renda fixa, e/ou em títulos de renda fixa de livre escolha do Administrador.

No entanto, os investimentos acima deverão ser de baixo risco como: títulos do Tesouro Nacional, BACEN, ou Estados e Municípios, com financiamento pelo Tesouro Nacional, debêntures e demais valores mobiliários emitidos por companhias abertas com classificação de baixo risco por agência classificadora de risco estabelecida no país.

O titular das cotas do Fundo não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis ou empreendimentos. Caso um investidor pretenda utilizar algum imóvel pertencente ao Fundo de que é cotista, deverá remunerar o Fundo, enquanto proprietário, de acordo com as condições de mercado.

Por conta dessa característica e pelo fato dos fundos sempre serem constituídos na forma de condomínios fechados, os titulares de cotas de FII's podem ter dificuldade em realizar a venda de suas cotas. No entanto, é admitida sua negociação em mercado. Como a cota de um fundo imobiliário representa um valor mobiliário, assim como as ações, para vendê-las é bastante simples, basta encontrar um comprador para suas cotas, e ao vendedor, autorizar a venda, sem a complicação de certidões, escrituras, despesas com ITBI, taxas cartoriais etc., etc., procedimento este usual quando da aquisição de um imóvel direto.

As cotas podem ser transferidas tanto em transações privadas quanto no mercado secundário de valores mobiliários, nos mercados de balcão ou bolsa de valores. A possibilidade de transferência das cotas na forma do fundo imobiliário agrega as vantagens do mercado mobiliário aos investimentos em imóveis sem a necessidade dos elevados custos para a negociação dos imóveis como mencionado anteriormente.

Outro ponto importante é que a oferta de cotas de FII é uma distribuição de valores mobiliários e não negociação de imóveis, por isso, não é permitida a venda por corretores de imóveis ou imobiliárias.

A emissão de cotas poderá ser dividida em séries, com o fim específico de estabelecer, para cada série, datas diversas de integralização, sem prejuízo da igualdade dos demais direitos conferidos aos Cotistas.

Essa facilidade de emissão das cotas ou da integralização dos cotistas por meio de séries ou *tranche*⁵ facilita a compatibilização do fluxo financeiro para construção de um empreendimento imobiliário com a programação de integralização dos cotistas de um Fundo de Investimento Imobiliário, pois permite a programação financeira de acordo com a necessidade de caixa para a construção do imóvel ou do projeto.

No ato de subscrição das cotas, o subscritor assinará a lista ou boletim individual de subscrição, que serão autenticados pela instituição administradora, ou pela instituição autorizada a processar a subscrição e integralização das cotas. Da lista ou boletim de subscrição deverão constar: nome e qualificação do subscritor; número e série de cotas subscritas; preço de emissão e valor total integralizado, discriminados por série de cotas subscritas, se for o caso.

As cotas do Fundo somente poderão ser objeto de colocação junto ao público e de negociação no mercado de bolsa ou balcão após o registro da distribuição na Comissão de Valores Mobiliários, e por intermédio de banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários.

As cotas podem ser negociadas em bolsas de valores e/ou mercado de balcão organizado, correspondendo sempre a frações ideais do patrimônio do Fundo. Para os fundos destinados a construir imóveis, as integralizações podem ser parceladas em séries. Os fundos podem, também, efetuar aumento de capital mediante a emissão de novas cotas ou séries de cotas.

As novas emissões ficavam sujeitas à aprovação das Assembléias de Cotistas e, posteriormente, da CVM, sendo necessário à integralização total em seis meses, sendo possível estabelecer direito de preferência.

Com as mudanças da legislação foram possíveis algumas inovações quanto às novas emissões de cotas, em especial quanto à possibilidade de emissões por distribuição particular, a saber:

- dispensa da aprovação prévia na CVM;
- podem ter a finalidade de capital de giro ou situações não previstas no estatuto de viabilidade original;
- não podem exceder 10% do patrimônio líquido do Fundo;
- não podem ser subscritas por terceiros não cotistas do Fundo;
- obrigatório observar o direito de preferência, na proporção da participação de cada cotista; e
- baixo custo, rapidez e simplificação.

As cotas somente poderão ser negociadas, no mercado de bolsas ou de balcão, após a integralização do preço de emissão. É permitida a negociação fora de bolsas de valores ou mercado de balcão, das cotas dos Fundos nelas admitidas, nas seguintes hipóteses: quando destinados à distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; quando relativas à negociação privada; Aplicam-se às cotas dos Fundos o disposto na DELIBERAÇÃO CVM Nº 20, de 15/02/85, ou seja, a participação de sociedades ou profissionais integrantes do sistema de distribuição, comprando ou vendendo, torna pública a negociação.

Em princípio, a transferência de cotas integralizadas pode ocorrer a qualquer tempo. No entanto, se o Administrador julgar conveniente, poderá declarar a suspensão dos serviços de transferência de cotas nos períodos que antecederem as datas próximas à distribuição de rendimentos aos cotistas. Essa decisão deverá ser comunicada ao mercado e especialmente aos cotistas, por meio de publicação no jornal utilizado pelo Fundo para as demais divulgações. O

⁵ SANDRONI (1999, p. 612), termo de origem francesa que significa “pedaço” ou “parcela. No mercado financeiro, o termo se aplica quando há o desdobramento em lotes, parcelas ou parte de uma operação, com emissão de *securities*, ou seja, um valor mobiliário ou na obtenção de empréstimos.

custo para esta transferência é de uma tarifa bancária cobrada pela Instituição Custodiante.

Quanto à distribuição pública de cotas faz-se necessário segundo a instrução CVM nº 205/94 a emissão de prospecto contendo: informações sobre o projeto, o empreendimento, o loteador e o incorporador (se for o caso), qualificação da instituição administradora, regulamento do fundo, estudo de viabilidade do empreendimento, fatores de risco associado ao negócio, local de negociação das cotas, bem como, memorial de incorporação, contrato de construção, etc.

Para a distribuição pública de cotas o material publicitário tem que ser aprovado previamente pela CVM, contendo as informações precisas, não tendenciosas e respaldadas no prospecto.

A Assembléia Geral dos Cotistas é a reunião realizada entre os cotistas do Fundo e o Administrador e constitui a instância de deliberação superior, tendo competência para deliberar sobre as ações do Fundo.

Um dos pontos importantes do Fundo de Investimento Imobiliário é que este mecanismo possibilita a entrada de investidores estrangeiros e estes podem comprar cotas de fundo imobiliário, da mesma forma que participam do mercado acionário.

Na ocasião da liquidação do Fundo, será permitido o resgate das cotas integralizadas pelos cotistas do Fundo.

3.4. COTISTA

É a pessoa ou empresa que adquire a cota do Fundo de Investimento Imobiliário. O cotista não pode exercer qualquer direito real sobre os imóveis ou empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo.

O cotista não responde, pessoalmente, por qualquer obrigação legal ou contratual, relativamente aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo, salvo quanto à obrigação de pagamento do valor integral das cotas subscritas.

O cotista pode delegar poderes a terceiros para representá-lo nas Assembléias Gerais de Cotistas – AGC ou AGQ, desde que devidamente habilitado por meio de procuração pública e específica para tal fim.

3.5. ASSEMBLEIA DE COTISTAS

Compete à assembleia de cotistas:

- examinar as contas e deliberar sobre as demonstrações financeiras do Fundo;
- alterar o regulamento do fundo segundo a vontade dos cotistas conforme o quorum definido no regulamento de constituição do Fundo;
- substituir a instituição administradora, deliberar sobre a emissão de novas cotas, aprovação de laudo de avaliação de bens, utilizados para sua integralização;
- deliberar sobre fusão, cisão e incorporações;
- deliberar sobre dissolução e liquidação do Fundo, quando não previsto no regulamento;
- Determinar a adoção de medidas de políticas de investimento, que não alterem o regulamento, ouvindo o consultor de investimento;
- Eleger e destituir os representantes dos cotistas.

Nas AGQ's é possível o cotista deliberar sobre a pauta da Assembléia mediante processo de consulta por carta, telex ou telegrama, desde que, seja efetuado no prazo de trinta dias antes de sua realização. O respectivo procedimento normalmente não é muito utilizado pelos cotistas, pois na grande maioria dos casos para a convocação da AGQ não é necessariamente realizada em um prazo tão elevado antes de sua realização. Normalmente o prazo de

convocação varia de fundo para fundo, sendo esta definição estabelecida no regulamento do Fundo, sendo usualmente praticado o prazo de envio com antecedência de 7 (sete) a 10 (dez) dias, da data de sua realização.

Para a convocação da AGQ pode ser efetuada pela Administradora ou por cotista representando 5% das cotas do Fundo, desde que seu quorum não esteja fixado no regulamento do Fundo. Normalmente para as principais deliberações do Fundo existem os quoruns qualificados para deliberação. Exemplo: substituição da Administradora, modificação do regulamento do Fundo, extinção do Fundo, etc., etc.

3.6. ENCARGOS E DESPESAS DOS FUNDOS

Os encargos e despesas do Fundo são os gastos efetuados para a criação, manutenção, publicações e serviços contratados pelo Fundo. Dentre os encargos e despesas destacam-se:

- remuneração da administradora e do consultor de investimento do Fundo, se houver;
- taxas, impostos e contribuições sobre bens e obrigações do Fundo;
- taxa de fiscalização da CVM à alíquota de 0,30% sobre o patrimônio do fundo, devido quando do registro para distribuição;
- despesas de expediente;
- despesas com a distribuição primária das cotas e sua listagem;
- honorários e despesas do auditor externo;
- comissões emolumentos e despesas relativas aos ativos do fundo;
- honorários de advogados, custos e despesas incorridas na defesa dos interesses do fundo;
- parcela de prejuízo não coberta por seguros, desde que não decorrentes de culpa ou dolo da administradora;

- pagamento de prêmio de seguro;
- publicações em jornais;
- despesas inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão, liquidação do fundo e realização de AGC;
- taxa de custódia e outras despesas previstas no regulamento ou aprovadas em AGC;
- despesas de expediente de interesse do fundo, tais como comunicações aos cotistas;
- taxa trimestral de R\$ 7.872,65 (custo de R\$ 31.490,60 a.a.). Fundos com patrimônio líquido de até R\$ 4.143.500,00 recolhem 0,1% de seu respectivo patrimônio líquido.

Quaisquer despesas não previstas expressamente como encargos do Fundo correrão por conta da Administradora.

O consultor de investimento poderá ser contratado pela Administradora ou pela Assembléia Geral de Cotista, sendo o respectivo colegiado o responsável por deliberar sobre a necessidade de contratação e manutenção do consultor. O contrato deve especificar com clareza e precisão, suas atribuições, obrigações e responsabilidades. Seus pareceres ficam disponíveis na administradora para consulta dos cotistas, quando estes os solicitarem ao Administrador do Fundo.

Segundo BELEZA (2002) os principais custos de operação do Fundo de Investimentos Imobiliários são: fase de estruturação de 1% a 1,5 %; Aprovação da CVM e liberação 1%; colocação das cotas no mercado: de 3% a 4% e de publicidade de 2% a 4%, todos levando-se em consideração o valor total da emissão.

3.7. PAPEL DA CVM

É delegado à Comissão de Valores Mobiliários – CVM poderes para autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário.

A constituição e funcionamento dos FII dependem de registro prévio na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que é concedido automaticamente mediante entrega de conjunto de documentos e informações, exigidas pela respectiva Comissão.

Compete a ela ainda, autorizar a instituição administradora a administrar o Fundo, aprovar e registrar a AGC de eleição de nova administradora, incluir outras disposições no regulamento, regulamentar às demonstrações financeiras e os prazos de apresentação de informações aos cotistas, renúncia, descredenciamento, destituição e liquidação da administradora, a sucessão da propriedade fiduciária de bem imóvel integrante do patrimônio do Fundo não constitui transferência de propriedade.

Cabe à CVM assegurar: o cumprimento das normas baixadas para funcionamento dos Fundos de Investimento Imobiliário; que sejam divulgadas informações necessárias à tomada de decisão dos investidores, zelando para que os agentes do sistema exerçam suas atividades com níveis adequados de competência, eficiência e probidade; cabendo ainda a coibir as irregularidades relacionadas à manipulação de preços, à utilização de informações privilegiadas e à ocorrência de práticas não equitativas.

Contudo, não é delegado à CVM fornecer qualquer tipo de garantia sobre a qualidade do investimento realizado pelo Fundo e do risco de perda nas operações relacionadas aos Fundos de Investimento Imobiliário.

O papel da CVM é de fiscalização e adequação quanto às boas práticas vinculadas à regulamentação do fundo, funcionamento e regulação quanto aos dispositivos previstos em lei. Caso ocorra algum indício de irregularidade a CVM pode autuar o administrador do Fundo, contudo, caso caracterize-se

descumprimento legal, irregularidade ou ilegalidade na atuação/gestão do Fundo ou envolvendo recursos de terceiros (dos cotistas) o caso deverá ser tratado pela justiça, conforme a penalização legal prevista para o ato ilícito praticado e/ou cometido.

4. ORIGEM DOS FII's

Os Fundos de Investimento Imobiliário foram inicialmente regulamentados em 1994 e são hoje constituídos atendendo à Instrução CVM 472/2008 e trata-se de uma comunhão de recursos, inicialmente destinados a investimentos restritos aos imóveis e direitos reais sobre eles, que com o advento da instrução 472 da CVM, possibilitou aos FII's investir em alguns outros ativos e trouxe a flexibilidade dos fundos de gestão ativa, onde o ativo ainda não é conhecido, mas os critérios para aquisição são pré-definidos.

Esta flexibilidade aproxima os FII dos REIT (Real Estate Investment Trust), companhias abertas com propósito de investimento em tipologia pré-determinada de empreendimentos de subsetores específicos como varejo, hospedagem, edifícios corporativos, etc.⁶ Essa estrutura também é utilizada na grande maioria das economias desenvolvidas. ECKERT (2004).

Um REIT é uma empresa dedicada a possuir, e na maioria dos casos, o lucro operacional de produção de bens imóveis, como apartamentos, centros comerciais, escritórios e armazéns. Alguns REITs também se envolvem no financiamento imobiliário.

A lei federal americana, criada em 1960, autorizou os REITs e seu objetivo era permitir que os pequenos investidores pudessem reunir os seus investimentos em imóveis, a fim de obter os mesmos benefícios que poderiam ser obtidos com a propriedade direta, além de diversificar seus riscos e obter uma gestão profissional para os ativos. Funcionalidade esta, muito próxima dos FII's brasileiros.

⁶ Nota da Reunião, comitê de mercado - reunião de agosto/2011 – pág.6 - INSTRUMENTOS DE FUNDING DOS EMPREENDIMENTOS DE REAL ESTATE NO BRASIL: ESTADO ATUAL E TENDÊNCIAS - Escola Politécnica da Universidade De São Paulo - Departamento de Engenharia de Construção Civil.

No Brasil, os FII's são instrumento para captar recursos para construção de grandes portfólios para renda, estrutura que agregaria estabilidade ao padrão da renda gerada. No mercado norte-americano, o investidor de um REIT é equivalente àquele que, no Brasil, investe em ações de uma “*property company*”, que atende a um segmento específico.

Segundo AMATO a crise no mercado de hipotecas de alto risco nos Estados Unidos (créditos *subprime*), ocorrida em 2008 acabou por se alastrar para o setor imobiliário e repercutiu diretamente nos preços dos imóveis comerciais e residenciais, afetando diretamente no valor de mercado dos REITs americanos. Os REITs são fundamentalmente instrumentos de investimento direto em propriedades Imobiliárias e não estão sujeitos aos riscos dos créditos de títulos securitizados de hipotecas do mercado imobiliário norte-americano.

4.1. OS FII's NO BRASIL

O Fundo de Investimento Imobiliário Brasil (FDO INV IMOB BRASIL) da MERCURIO S.A. DTVM foi o primeiro fundo de investimento imobiliário constituído no País, aprovado pela CVM e consumiu US\$ 2 milhões, sendo constituído em 18 de janeiro de 1995.

No primeiro ano de constituição dos Fundos de Investimento Imobiliários (1995) foram criados dez fundos com um patrimônio de aproximadamente R\$ 400 milhões de reais, no ano de 1996 foram criados mais dezesseis Fundos com um patrimônio próximo a R\$ 382 milhões de reais. Neste ano foi criado o FDO INV IMOB MEMORIAL OFFICE, com um patrimônio de R\$ 52 milhões de reais, tendo entre seus cotistas vários investidores institucionais (fundos de pensão). Ele foi criado como objetivo de captar recursos para um prédio situado na Zona Oeste de São Paulo, os cotistas são remunerados mensalmente pelo resultado da locação dos andares.

Em 1997 foram criados dezessete Fundos Imobiliários com um patrimônio aproximado de R\$ 216,7 milhões de reais. Em 1998 foram criados cinco fundos imobiliários com o valor aproximado de R\$ 177 milhões de reais.

No ano de 1999 foram criados mais quatro fundos com o patrimônio de aproximadamente R\$ 160 milhões de reais.

Para demonstrar a evolução e o crescimento dos fundos que foram criados no Brasil de 1995 a 2001, seque abaixo na Tabela I os fundos criados, a data de constituição e o valor do patrimônio líquido de cada fundo:

Tabela I – Fundos Criados de 1995 até 2001

Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	RAZÃO SOCIAL DA ADMINISTRADORA	DATA DA CONSTITUIÇÃO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
				DATA DE REFERÊNCIA	VALOR
1	FII BRASIL	MERCURIO S.A. DTVM	18/01/95	31/12/98	1.942.244,57
2	FII SHOPPING GUARARA		24/02/95	30/09/01	10.671.750,41
3	FII PANAMBY	BANCO BRASCAN SA	14/03/95	31/10/01	145.448.845,76
4	FII CENTRO TEXTIL INTERN	BANCO ITAU SA	01/08/95	30/09/01	43.554.677,10
5	FII LOGICA AGENCO	BANCO OPPORTUNITY SA	02/08/95	29/02/00	4.959.887,34
6	MINAS INDUSTRIAL FDO INVT IMOB	MERCURIO S.A. DTVM	31/08/95	30/09/01	69.370.364,06
7	FII HERMES	MERCURIO S.A. DTVM	06/10/95	30/09/01	51.058.572,69
8	FII VIA PARQUE SHOPPING	BANCO BBM SA	06/11/95	30/09/01	30.899.804,49
9	BCN METODO FII	BANCO CREDITO NACIONAL SA	28/11/95	30/09/01	966.037,70
10	SC FII	BANCO SCHAHIN S/A	22/12/95	31/10/01	21.646.154,81
11	FII REAL ESTATE	BANCO OPPORTUNITY SA	05/03/96	29/02/00	7.708.382,68
12	FII RIVER SHOPPING	BANCO SCHAHIN S/A	26/04/96	30/09/01	4.458.835,95
13	FII ABC PLAZA SHOPPING	BANCO ITAU SA	15/05/96	30/09/01	53.225.075,52
14	GUANABARA FDO DE INVT IMOB	MERCURIO S.A. DTVM	04/07/96	30/09/01	6.659.510,48
15	FII C&D ESTAÇÃO PLAZA SHOW	C & D DTVM LTDA	12/08/96	30/09/01	8.842.418,51
16	LAGRA FII	MOMENTO DTVM LTDA	12/08/96	30/09/01	52.717.981,46
17	FII VILLE DE FRANCE	MERCURIO S.A. DTVM	16/09/96	31/12/00	2.725.440,46
18	FII LOGUS	PACTUAL ASSET MANAG. S/A DTVM	25/09/96	30/09/01	5.295.895,45
19	FII GAFISA BANCO BBM	BANCO BBM SA	02/10/96	30/09/01	458.179,67
20	FII TRADE CENTER	BANCO OPPORTUNITY SA	07/10/96	31/10/01	83.599.770,00
21	FII TROPICAL	MERCURIO S.A. DTVM	09/10/96	30/09/01	20.714.771,03
22	FDO SIGMA DE INV IMOB	BANCO ITAU SA	09/10/96	30/09/01	9.674.521,91
23	FII MEMORIAL OFFICE	RMC SA SOCIEDADE CORRETORA	06/11/96	30/09/01	50.676.044,28
24	FII MANHATTAN	MERCURIO S.A. DTVM	12/11/96	30/09/01	7.137.812,69
25	FII MISTRAL	MERCURIO S.A. DTVM	20/12/96	31/05/01	26.692.792,20
26	FDO FORTALEZA INV IMOB	BANCO ITAU SA	26/12/96	30/09/01	41.302.828,84
27	SCP FII	UNITAS DTVM S.A.	03/01/97	31/08/01	6.064.539,01
28	FDO CYRELA INV IMOB	BANCO ITAU SA	22/01/97	30/09/01	0,00
29	FII PROPERTY	MERCURIO S.A. DTVM	19/02/97	30/09/01	9.489.423,34
30	FII PATEO MOINHOS DE VENTO	MERCURIO S.A. DTVM	07/03/97	30/04/01	77.156.412,57
31	FII CONCAL-BCO BBM EMP JARDIM BOTAN	BANCO BBM SA	02/05/97	30/09/01	490.123,23
32	FDO CAMPINAS INV IMOB	BANCO ITAU SA	07/05/97	30/09/01	2.500.000,00
33	FII MODAL I	MODAL DTVM LTDA	27/05/97	30/09/01	7.494.880,77
34	FDO CYRELA TECNISA INV IMOB	BANCO ITAU SA	06/06/97	30/09/01	0,00
35	FDO TAL INV IMOB	BANCO ITAU SA	20/06/97	30/09/01	0,00
36	FII GEO GUARARAPES	BANCO SCHAHIN S/A	14/07/97	31/10/01	15.749.377,95
37	FDO MAXXI-1 DE INV IMOB	BANCO SUL AMERICA SA	25/07/97	30/09/01	209.903,49
38	FII GAFISA BCO BBM BAY VIEW RES SERV	BANCO BBM SA	31/07/97	30/09/01	5.175.563,28
39	FII GAFISA BCO BBM INTERATIVEFLAT	BANCO BBM SA	31/07/97	31/08/01	3.831.159,79
40	FDO BRASILIO MACHADO DE INV IMOB	BANCO ITAU SA	18/08/97	30/09/01	14.000.000,00
41	FDO JK INV IMOB	BANCO ITAU SA	16/09/97	31/08/01	25.061.097,90
42	ALDEIA DO VALE FDO DE INV IMOB	MERCURIO S.A. DTVM	03/11/97	30/09/01	5.633.503,00
43	FDO ALPHAVILLE DE INV IMOB	BANCO ITAU SA	10/11/97	31/07/01	43.889.850,80
44	FII FATOR-RIO OFFICE	BANCO FATOR SA	27/04/98	31/03/01	82.519.790,60

45	LOGINVEST FII INDL	MERCURIO S.A. DTVM	10/06/98	30/09/01	24.910.914,01
46	FII TIME CENTER	MULTISTOCK S.A. C.C.V.	12/08/98	30/09/99	894.270,56
47	FII SUPERQUADR 311 NO	MERCURIO S.A. DTVM	18/09/98	30/09/01	68.362.653,89
48	RES MONTE CARLO/MATÃO SP FDO I	MULTIBROKER DTVM S.A.	08/12/98	31/01/99	550.000,00
49	FII PROJ AGUA BRANCA	RMC SA SOCIEDADE CORRETORA	18/06/99	30/09/01	90.543.495,49
50	FII BCO BBM BARRA FIR	BANCO BBM SA	23/09/99	31/08/01	1.909.740,69
51	FII SHOPPING PÁTI HIG	MERCURIO S.A. DTVM	07/12/99	30/09/01	42.303.214,02
52	FDO FINANCIAL CENTER INV IMOB	UNIBANCO	23/12/99	30/09/01	25.600.275,16
53	FII NOVA MORADA	C & D DTVM LTDA	18/01/00	30/09/01	9.910.281,07
54	FII RIO BRAVO	MERCURIO S.A. DTVM	30/05/00	31/05/01	9.816.930,48
55	FII CR2 RJZ I	BANCO CR2 DE INVESTIMENTOS S.A.	12/06/00	30/09/01	1.530.679,84
56	FII HOSPITAL DA CRIANÇA	BANCO OURINVEST SA	02/10/00	30/09/01	19.726.339,12
57	FII CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA	UNITAS DTVM S.A.	09/11/00	31/08/01	45.737.400,06
58	FII CR2 RJZ II	BANCO CR2 DE INVESTIMENTOS S.A.	01/02/01	30/09/01	1.460.331,23
59	FDO SUDAMERIS INV IMOB	BANCO ITAU SA	12/03/01	30/09/01	65.795.917,71
60	FII CR2 RJZ III	BANCO CR2 DE INVESTIMENTOS S.A.	19/04/01	30/09/01	2.652.599,23
61	FII PAULO OCTAVIO	BANCO OURINVEST SA	10/05/01	30/09/01	13.375.770,49
62	FII TORRE NORTE	BANCO OURINVEST SA	02/10/01	10/10/01	20.067.000,00
Total do valor de Patrimônio Líquido:					1.506.822.038,84

Fonte: site CVM.

Até o ano de 1999 a atividade e criação dos Fundos estavam voltadas para os grandes investidores institucionais, como fundos de pensão, construtoras e incorporadoras. Mas a situação começou a mudar a partir do segundo semestre do ano de 1999, com o lançamento de dois fundos dirigidos para o pequeno e o médio investidor. O primeiro deles foi o Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis, da MERCURIO S.A. DTVM, lançado em dezembro de 1999 e o segundo o Fundo Imobiliário Almirante Barroso, lançado pela Caixa Econômica Federal em novembro de 2002.

Para os anos de 2008 e 2009, esse período foi fortemente marcado pelo clima de crise financeira mundial, independente do segmento econômico em questão, foi somente a partir do final de 2009 que verificou-se uma mudança de rumo no mercado de FII, fato este caracterizado pela nova regulamentação. (Isenta do imposto de renda na fonte os rendimentos auferidos em aplicações efetuadas pelos FII em CRI, LH, LCI e cotas de FII, bem como a flexibilidade para os Fundos de Pensão investirem no segmento com percentuais superiores a 20% de participação em cada Fundo.

Concomitantemente à sua evolução regulamentar específica, o setor imobiliário se tornou prioridade da política governamental e a curva de juros no mercado brasileiro começou um processo de forte redução (ajuste para baixo),

reforçando assim as condições fundamentais de demanda e oferta propícias para o crescimento do mercado de FII.

Atualmente no Brasil encontram-se em operação 196 (cento e noventa e seis) Fundos de Investimento Imobiliário, com um patrimônio líquido próximo a R\$ 40 bilhões de reais, como pode ser verificado no Anexo I deste trabalho. Deste total 105 (cento e cinco) são fundos negociados em bolsa e 91 fundos não negociados em bolsa, representando em volume financeiro os valores de R\$ 28,8 bilhões de reais e R\$ 11,9 bilhões de reais, respectivamente.

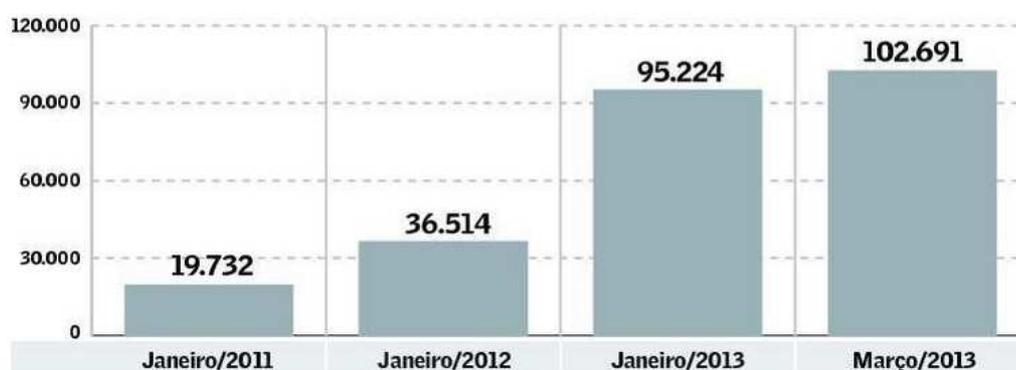
Os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) movimentaram R\$ 4,89 bilhões em 452 mil negócios até o dia 28 de junho de 2013, de acordo com dados da BM&FBovespa. O montante é maior que os R\$ 3,59 bilhões movimentados em todo o ano passado, representando um crescimento de aproximadamente 36% da movimentação de 2012. Para as negociações realizadas houve um salto para 452 mil negociações realizadas, frente aos 316.023 negócios, firmados no exercício anterior ⁷.

A média diária de número de transações atingiu 3,7 mil, ante 1,2 mil em 2012. Já o volume médio diário de negociação passou de R\$ 14,6 milhões no ano passado para R\$ 40 milhões em 2013, até junho.

Ainda segundo a BM&FBovespa, o número de investidores é de aproximadamente 103 mil, sendo 98,4% pessoas físicas, 0,3% institucionais, 0,1% estrangeiros e 1,2% empresas.

⁷ FORLIN, Gabriela. Fundos de Investimento Imobiliário movimentaram R\$ 4,89 bi, revista isto é dinheiro, on line, Economia, São Paulo, Julho/2013, Acesso em julho/2013.

Figura 7 - Número de Investidores*

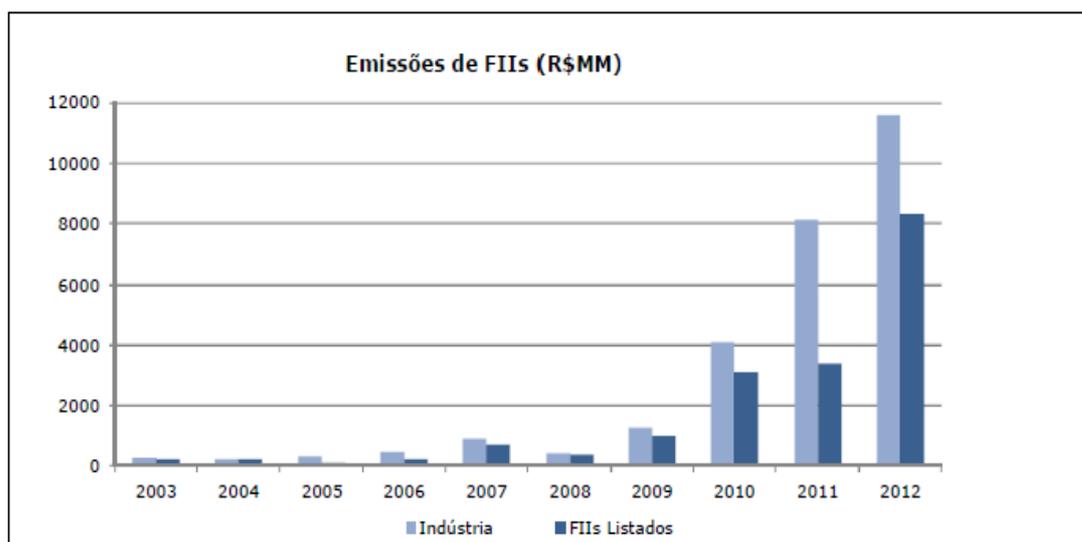


Fonte: BM&FBovespa *Posição referente ao último dia útil de cada mês

Até junho de 2013 a indústria de Fundos contava com 21 ofertas públicas realizadas de acordo com ICVM 400 - instrução que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. O volume destas operações soma R\$ 5,9 bilhões. Em 2012, pouco mais de 40 ofertas movimentaram R\$ 14,02 bilhões.

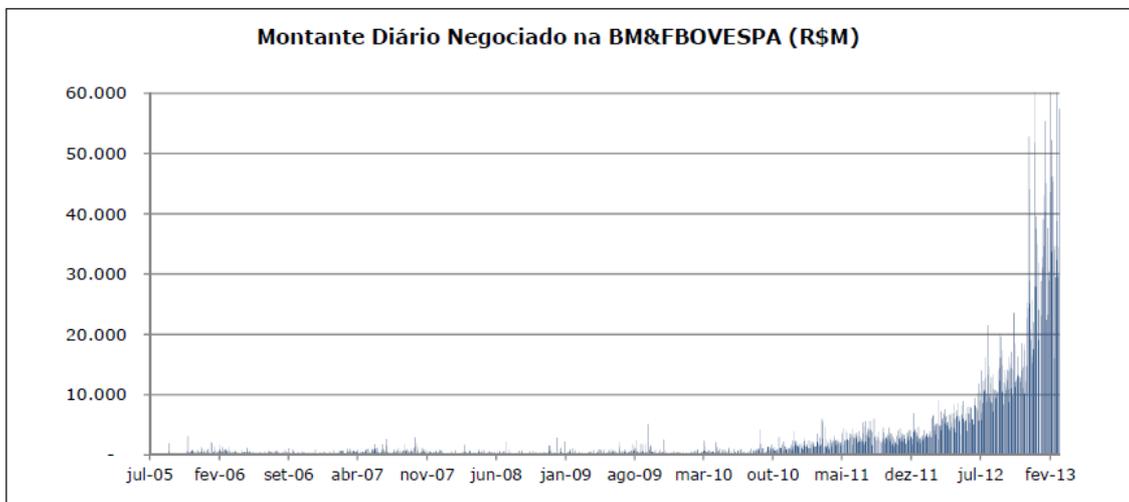
O número de FIIs registrados e autorizados à negociação nos mercados de bolsa e balcão da Bolsa, totalizava 105; ao fim de 2012 eram 93. Já o total de fundos Registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), soma 196, frente os 176 contabilizados no fim de 2012.

Gráfico 1 – Emissão de FII a partir de 2003 até 2012.



Fonte: Guia de Fundos Imobiliários XP, abril de 2013.

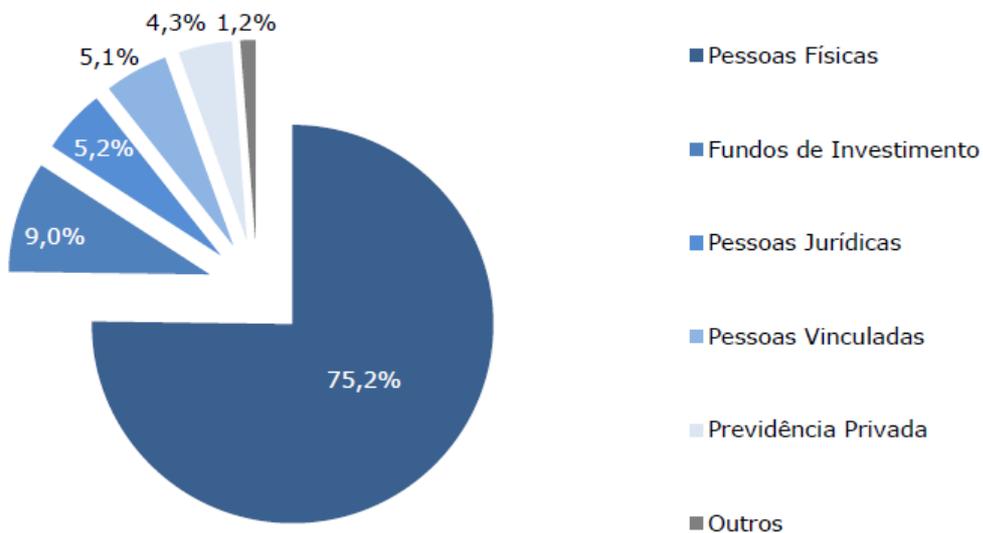
Gráfico 2 – Montante Diário Negociado na BM&FBOVESPA (período Julho/2005 a Fevereiro/13)



Fonte: Guia de Fundos Imobiliários XP, abril de 2013.

Segue abaixo, perfil dos investidores na indústria de Fundos do país:

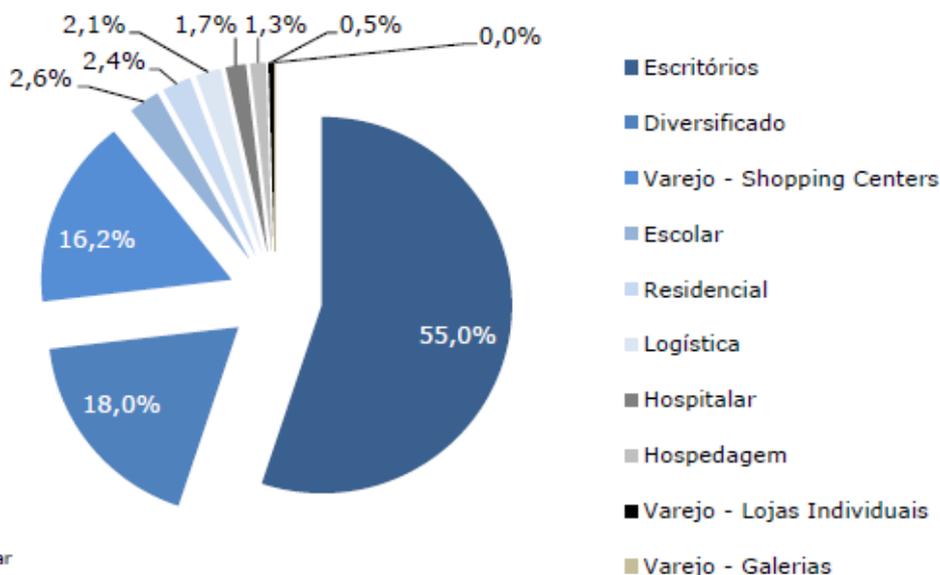
Gráfico 3 – Perfil do Investidor



Fonte: Uqbar

Segue abaixo perfil dos Fundos existentes na indústria:

Gráfico 4 – Perfil do Fundo Imobiliário



4.1.1. FII MEMORIAL OFFICER

O Fundo de Investimento Imobiliário Memorial Officer é considerado por muitos o primeiro fundo imobiliário brasileiro (1994), sendo criado pela empresa RICCI Engenharia, e teve como objetivo viabilizar a construção do Edifício Memorial *Office Building*, localizado no bairro da Água Branca, em São Paulo. Administrado pela COIN DTVM. O Fundo foi adquirido/subscrito por 11 Fundos de Pensão, instituições estas que são classificadas como Investidores Qualificados⁸.

Há alguns anos, em razão da venda de cotas por um dos investidores na Bolsa ocorreu uma pequena pulverização para uma parcela de investidores pessoa física.

⁸ Os Investidores Qualificados são classificados como: i) instituições financeiras; ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; iv) investidores pessoas físicas ou jurídicas que possuem investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestam por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio.

Perfil do fundo: Objetivo participação no empreendimento imobiliário denominado Edifício Memorial *Office Building*, localizado em São Paulo-SP, com o objetivo da locação das unidades comerciais do imóvel.

Público Alvo: Não definido, registra-se que por ter sido um dos primeiros Fundos de Investimento Imobiliário criado no país, seu público alvo foi os investidores institucionais, sendo que tal perfil ou especificação não havia sido definido inicialmente quando de sua criação.

Política de investimento: Investir em empreendimento imobiliário específico. Recursos em caixa poderiam ser aplicados em títulos de renda fixa e fundos de investimento formados por estes ativos.

Perfil do fundo: Objetivo participação no empreendimento imobiliário denominado Edifício Memorial *Office Building*, localizado em São Paulo-SP, com o objetivo da locação das unidades comerciais do imóvel.

Público Alvo: Não definido, registra-se que por ter sido um dos primeiros Fundos de Investimento Imobiliário criado no país, seu público alvo foi os investidores institucionais, sendo que tal perfil ou especificação não havia sido definido inicialmente quando de sua criação.

Política de investimento: Investir em empreendimento imobiliário específico. Recursos em caixa poderiam ser aplicados em títulos de renda fixa e fundos de investimento formados por estes ativos.

Demais dados atualizados do Fundo:

Razão Social Fundo	FII MEMORIAL OFFICE
CNPJ	01.633.741/0001-72
Data de Registro	15/4/1994
Início do Fundo	11/3/1998
Ticker (Código BM&Fbolsa)	FMOF11
Distribuidor	Não informado
Administrador	Coin DTVM
Patrimônio Líquido (PL):	R\$ 73.512.585,37
Valor da Cota	R\$ 144,71
Quantidade de Cotas	508.008

(*) Base Março/2013 (fechamento) - Fonte: Quantum Axis.

Desde sua inauguração o Ed. Memorial Office tinha como principal inquilino a empresa ATENTO, do Grupo Telefônica, que mantinha no empreendimento um dos maiores *call-centers* do país. Em função disso, o Fundo apresentava geração de renda bastante regular.

No entanto, a partir de maio de 2010 a empresa iniciou um processo de desocupação dos 23 andares que ocupava no empreendimento, sendo que até o final de 2012 ainda permanecia com 6 andares locados, tendo o administrador conseguido locar os 17 que ficaram vagas, dada a devolução da locatária ATENTO, por valores bem superiores ao pago pela ex-locatária.

Apresentamos a seguir a composição da carteira do Fundo, ou seja, seus ativos, posicionado no final de exercício de 2012:

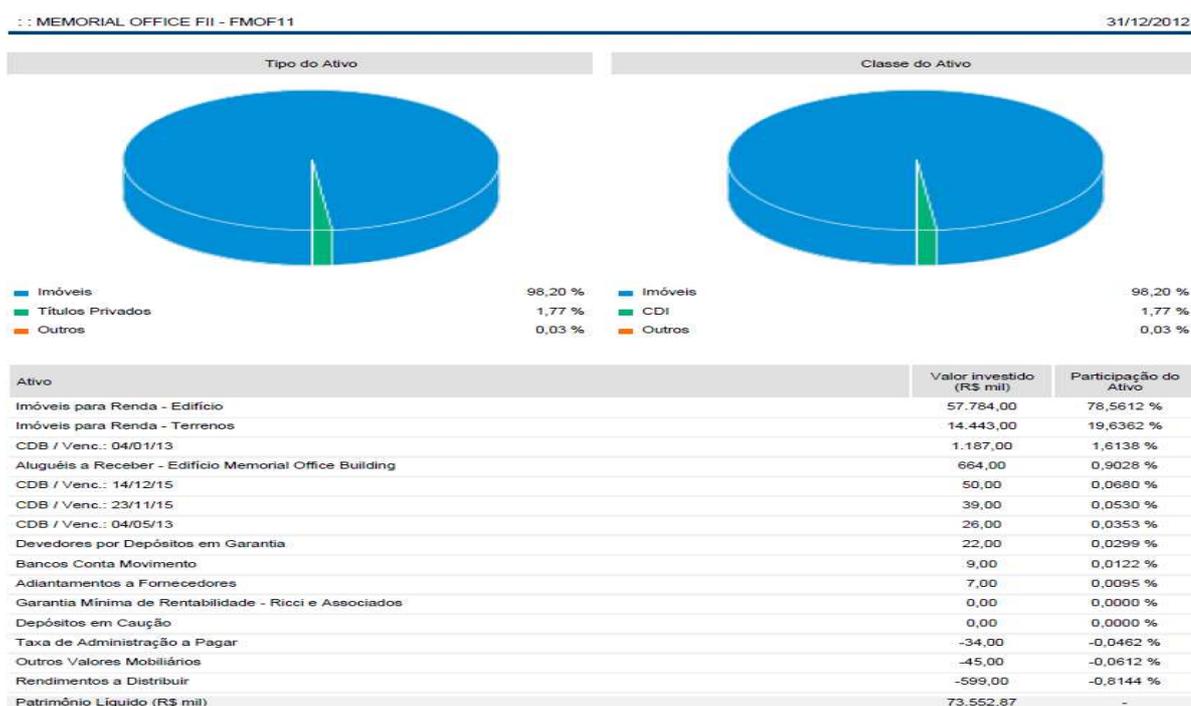


Gráfico de retorno acumulado do FII Memorial Office a partir de 2009 até Março/2013:

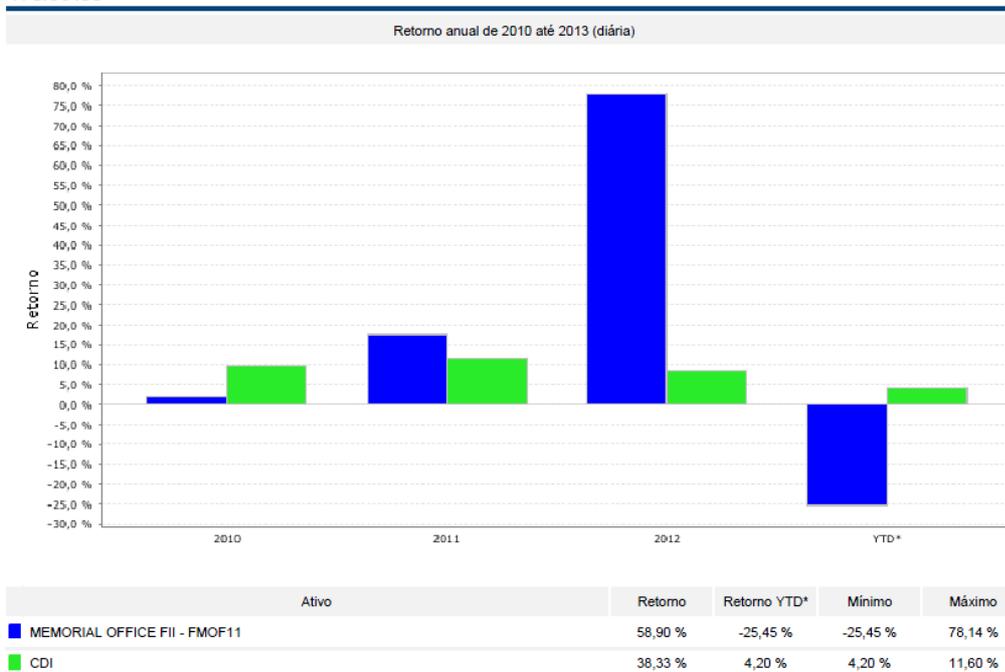
GRÁFICO 6



Fonte: Quantum [Axis](#).

Informações sobre o retorno anual do Fundo de 2010 a 2013:

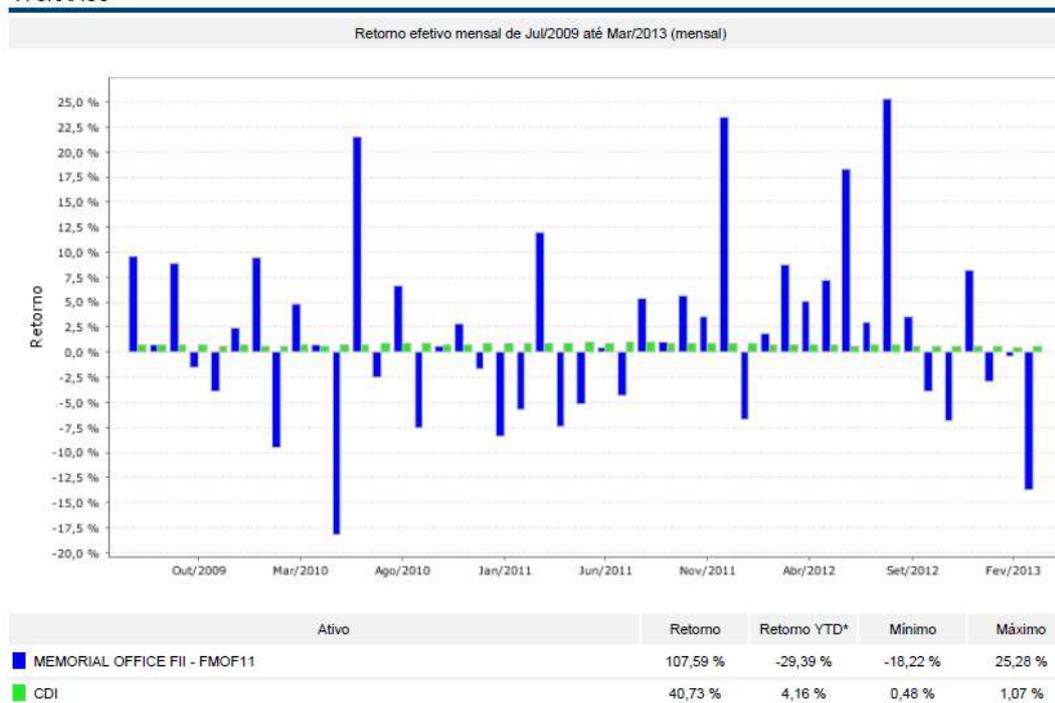
GRÁFICO 7



Fonte: Quantum [Axis](#).

Retorno efetivo mensal de 2009 a Março/2013:

GRÁFICO 8



Fonte: Quantum Axis.

Retorno do Fundo nos últimos 24 meses em comparação com outras aplicações:

MEMORIAL OFFICE FII - FMOF11

28/03/2013

RETORNO (%)

Nome	Mês	Ano	6 meses	12 meses	24 meses	Fev/13	Jan/13	Dez/12	Nov/12	Out/12	Set/12	Ago/12	Jul/12	Jun/12	Mai/12	Abr/12	Mar/12
Fundo	-13,71	-16,54	-17,35	45,52	80,56	-0,39	-2,89	8,20	-6,81	-3,93	3,61	25,28	3,00	18,23	7,12	5,10	8,78
% do CDI	-2.550,63	1.024,38	-502,32	593,97	403,58	-80,77	-493,46	1.535,40	-1.250,11	-647,16	671,70	3.682,48	443,88	2.854,71	972,70	728,60	1.086,72
CDI	0,54	1,61	3,45	7,66	19,96	0,48	0,59	0,53	0,54	0,61	0,54	0,69	0,68	0,64	0,73	0,70	0,81
Dólar	1,94	-1,45	-0,67	11,00	21,45	-0,65	-2,70	-3,03	3,75	0,03	-0,32	-0,62	1,41	-0,05	6,90	3,83	6,61
Euro	0,08	-4,08	-1,21	6,92	10,82	-4,28	0,12	-1,61	3,97	0,92	1,91	1,50	-1,42	2,42	-0,09	2,98	6,27
Ibovespa	-1,87	-7,55	-8,98	-15,49	-16,84	-3,91	-1,95	6,05	0,71	-3,56	3,70	1,72	3,21	-0,25	-11,86	-4,17	-1,98
IBX	0,64	-2,05	-1,08	-4,83	-2,09	-2,89	0,23	4,78	1,15	-1,07	2,78	-0,15	3,10	0,88	-8,60	-2,48	-0,23
IGP-M	0,21	0,84	1,72	8,13	11,68	0,29	0,34	0,68	-0,03	0,02	0,97	1,43	1,34	0,66	1,02	0,85	0,43
Poupança	0,50	1,51	3,15	6,39	14,26	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,51	0,51	0,50	0,55	0,52	0,61

Fonte: Quantum Axis.

Segue abaixo o demonstrativo do patrimônio líquido do Fundo para o período de 07/2006 a 07/2012:

GRÁFICO 9



Fonte: Quantum Axis.

4.1.2. FII SHOPPING PÁTIO HIGIENÓPOLIS

O Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis, da MERCURIO S.A. DTVM é lastreado no empreendimento imobiliário denominado “Condomínio Comercial Shopping Pátio Higienópolis”, localizado na Av. Higienópolis, nº 618, e Rua Dr. Veiga Filho, 113, bairro de Higienópolis, São Paulo, Estado de São Paulo, pertencente à empresa Plaza Shopping Empreendimento Ltda. O Fundo tem por objeto, exclusivamente, adquirir e participar da implantação, desenvolvimento e exploração do Shopping Pátio Higienópolis.

O Fundo tem participação de 25% do empreendimento, sendo o imóvel adquirido pelo Fundo um dos três blocos que compõem o Condomínio Comercial Shopping Pátio Higienópolis (Shopping), é representado por um prédio destinado

a centro comercial de compras do tipo shopping center, com 220 lojas comerciais, área destinada a entretenimento com 6 cinemas e 1 teatro, e área de estacionamento 1.350 vagas e mais 126 vagas para motocicletas. O patrimônio inicial do Fundo era de R\$ 400.000.000,00, com 400.000 cotas a um valor de R\$ 100,00 por cota, tendo uma rentabilidade garantida na operação de 1,25% a m., com lote mínimo de negociação no valor de R\$ 10.000,00.

Objetivo: Adquirir e participar da implantação, desenvolvimento e exploração, incluindo eventuais expansões e revitalizações, de parte do empreendimento imobiliário Condomínio Comercial Shopping Pátio Higienópolis, explorado através de locação ou arrendamento de suas áreas comerciais.

Público Alvo: Investidores em geral.

Política de investimento: Direcionamento de recursos para projetos de expansão do Empreendimento. Para necessidades de liquidez, as disponibilidades que temporariamente não estejam em imóveis serão aplicadas em cotas de fundos ou títulos de renda fixa, públicos ou privados.

Quanto à garantia de rentabilidade mínima, nenhum material de divulgação de Fundo pode assegurar ou sugerir garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor, conforme determinado nos regulamentos e leis criadas para os Fundos Imobiliários. O que ocorre geralmente com os Fundos de Investimento Imobiliário criados que fornecem esse tipo de garantia, é que tal garantia é feita por meio do Empreendedor do imóvel objeto do Fundo, que poderá, conforme o caso, garantir ao Fundo uma renda mínima mensal, denominada "garantia extra". Esta garantia geralmente é efetuada por um instrumento contratual efetuado entre o Empreendedor ou antigo proprietário do imóvel que decidiu constituir o Fundo e viabilizar o Fundo Imobiliário.

Destaca-se que o respectivo investimento foi um dos primeiros Fundos criado com foco no investidor pessoa física (investidor em geral), uma vez que determinou lote mínimo de negociação no valor de R\$ 10.000,00, ou seja, valor mínimo de negociação que poderia ser adquirido por investidores pessoa física ou jurídica e que teve grande aceitação no mercado de São Paulo. O valor captado

pelo Fundo seria utilizado para a construção da expansão do Shopping Pátio Higienópolis, empreendimento este já conhecido pelo público paulistano, onde o imóvel encontra-se inserido, fato que facilitou a comercialização das cotas do Fundo.

O Fundo já se encontra na sexta oferta pública, ou seja, sexta emissão de cotas, sendo esta última realizada em Novembro/2011, para emissão de 47.353 (quarenta e sete mil, trezentas e cinquenta e três) cotas escriturais e nominativas do Fundo, com valor unitário de, no mínimo, R\$ 251,30403565 (duzentos e cinquenta e um reais e trinta milhões quatrocentos e três mil quinhentos e sessenta e cinco centésimos de milionésimo de real) por Cota, totalizando o valor de R\$ 11.900.000,00 (onze milhões e novecentos mil reais). O valor arrecadado com a respectiva emissão objetivou captar recursos necessários custear a ampliação do Shopping.

Com o projeto de Expansão do Empreendimento, o Fundo teve como objetivo na respectiva emissão, captar os recursos necessários para evitar a diluição da participação do Fundo no Empreendimento, que teria sua participação reduzida, abaixo dos 25% (vinte e cinco por cento) detidos atualmente, resultando na perda do poder de voto (influência) em reuniões do Empreendimento, caso não aplicasse os recursos necessários para custear a ampliação e uma redução na participação da receita prevista com o CDU da Expansão, nas novas receitas geradas pelo Empreendimento com as futuras locações. Além, visava ainda, participar das receitas oriundas da exploração da nova área de estacionamento.

Demais dados atualizados do Fundo:

Razão Social Fundo	FII SHOPPING PATIO HIGIENOPOLIS
CNPJ	03.507.519/0001-59
Data de Registro	07/12/1999
Início do Fundo	21/12/1999
Ticker (Código BM&Fbolsa)	SHPH11
Distribuidor	Não informado
Administrador	Rio Bravo Investimentos
Patrimônio Líquido (PL):	R\$ 339.009.521,60
Valor da Cota	R\$ 586,16
Quantidade de Cotas	578.353

(*) Base Março/2013 (fechamento) - Fonte: Quantum Axis.

Segue a composição da carteira do Fundo, ou seja, seus ativos, posicionado no final de exercício de 2011:

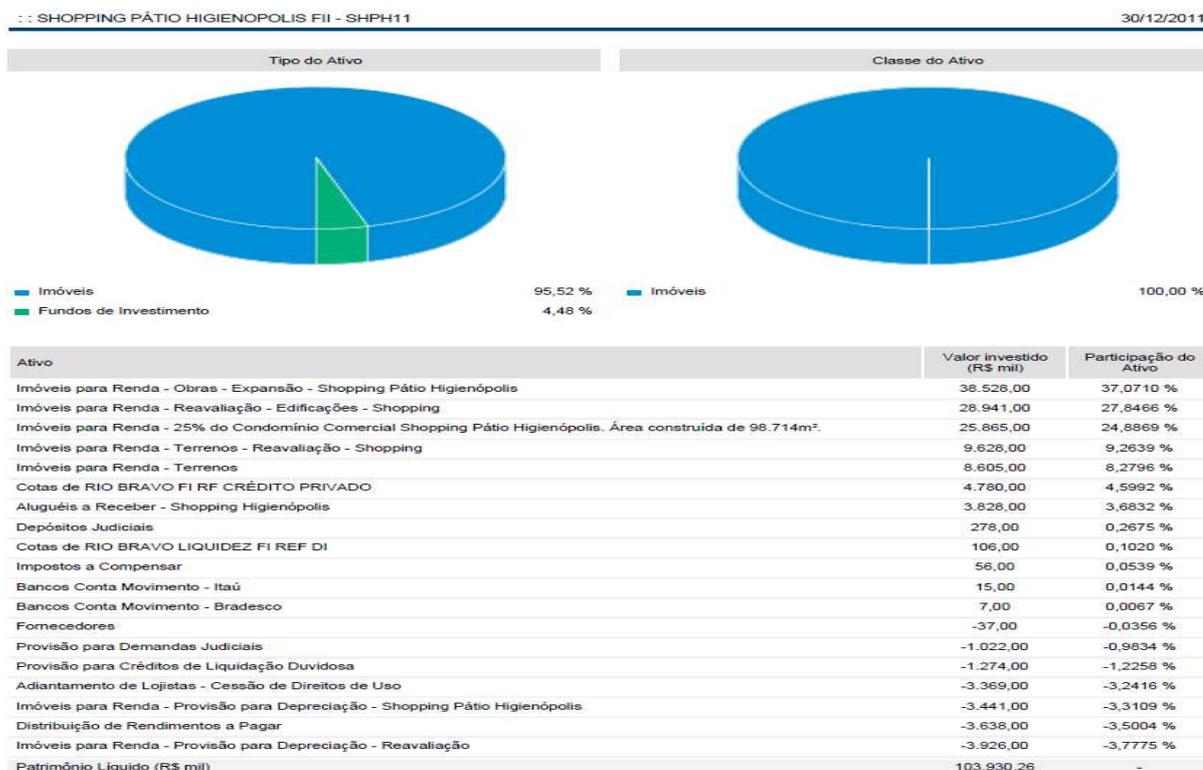


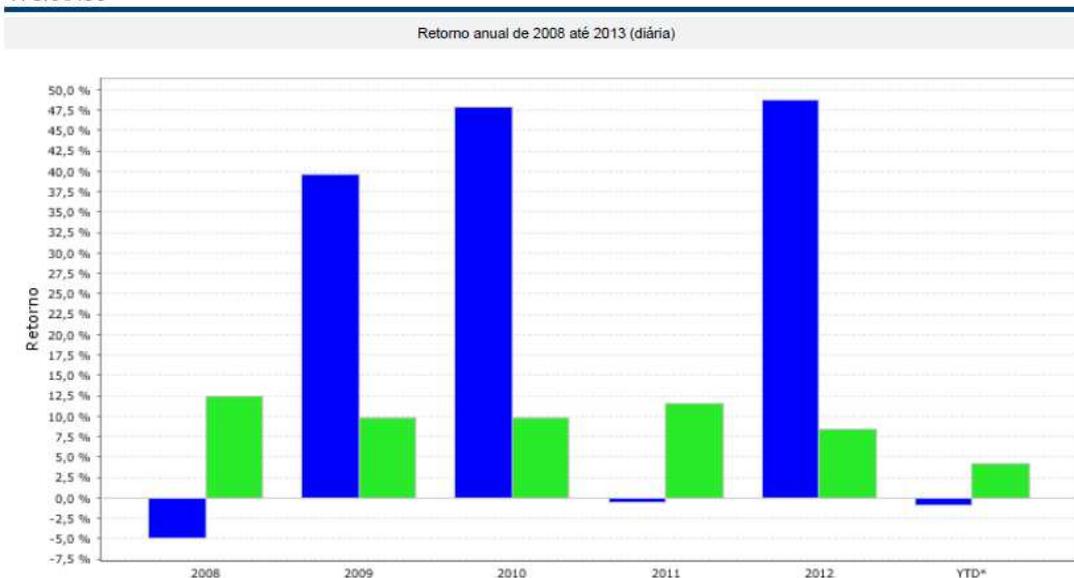
Gráfico 10 - retorno acumulado do FII Shopping Pátio Higienópolis a partir de 2009 até Março/2013:

GRÁFICO 10



Informações sobre o retorno anual do Fundo de 2008 a 2013:

GRÁFICO 11

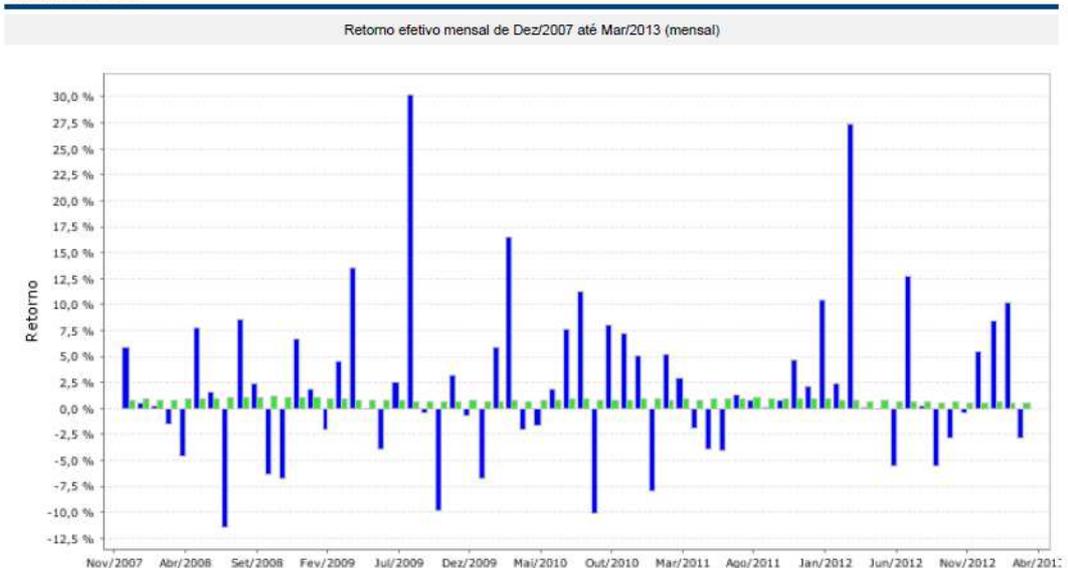


Ativo	Retorno	Retorno YTD*	Mínimo	Máximo
SHOPPING PÁTIO HIGIENOPOLIS FII - SHPH11	187,56 %	-0,88 %	-4,96 %	48,78 %
CDI	70,81 %	4,20 %	4,20 %	12,38 %

Fonte: Quantum Axis.

Retorno efetivo mensal de 2007 a Março/2013:

GRÁFICO 12



Ativo	Retorno	Retorno YTD*	Mínimo	Máximo
SHOPPING PÁTIO HIGIENOPOLIS FII - SHPH11	256,72 %	-0,06 %	-11,47 %	30,20 %
CDI	67,98 %	4,16 %	0,48 %	1,17 %

Fonte: Quantum Axis.

Retorno do Fundo nos últimos 24 meses em comparação com outras aplicações:

:: SHOPPING PÁTIO HIGIENOPOLIS FII - SHPH11

28/03/2013

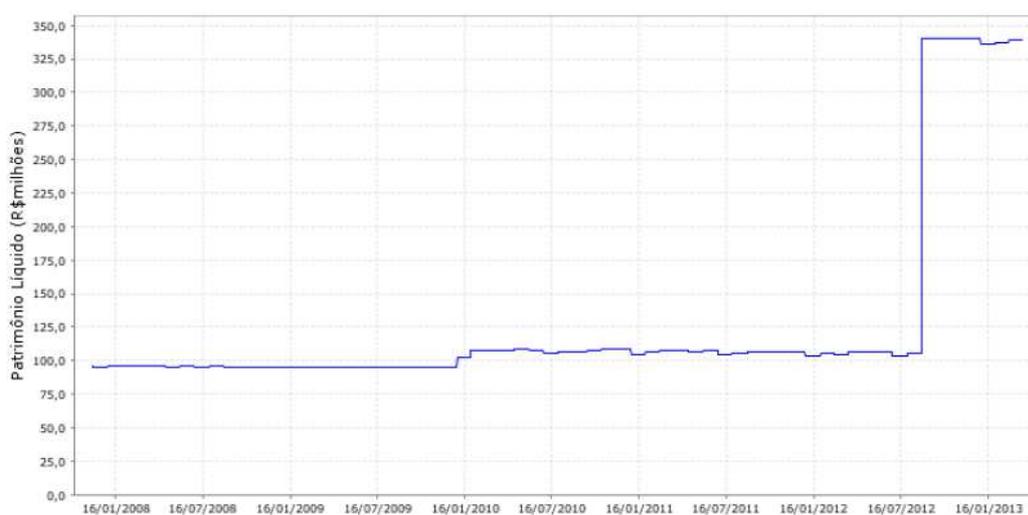
Nome	Mês	Ano	6 meses	12 meses	24 meses	Fev/13	Jan/13	Dez/12	Nov/12	Out/12	Set/12	Ago/12	Jul/12	Jun/12	Mai/12	Abr/12	Mar/12
Fundo	-2,85	16,16	18,74	18,79	76,80	10,22	8,48	5,53	-0,36	-2,79	-5,51	0,25	12,77	-5,51	-0,04	0,11	27,36
% do Selic	-519,39	977,94	532,62	241,71	381,44	2.074,98	1.410,24	1.004,81	-65,68	-455,61	-1.022,49	35,85	1.878,11	-858,94	-6,01	14,82	3.331,82
CDI	0,54	1,61	3,45	7,66	19,96	0,48	0,59	0,53	0,54	0,61	0,54	0,69	0,68	0,64	0,73	0,70	0,81
Dólar	1,94	-1,45	-0,67	11,00	21,45	-0,65	-2,70	-3,03	3,75	0,03	-0,32	-0,62	1,41	-0,05	6,90	3,83	6,61
Euro	0,08	-4,08	-1,21	6,92	10,82	-4,28	0,12	-1,61	3,97	0,92	1,91	1,50	-1,42	2,42	-0,09	2,98	6,27
Ibovespa	-1,87	-7,55	-8,98	-15,49	-16,84	-3,91	-1,95	6,05	0,71	-3,56	3,70	1,72	3,21	-0,25	-11,86	-4,17	-1,98
IBX	0,64	-2,05	-1,08	-4,83	-2,09	-2,89	0,23	4,78	1,15	-1,07	2,78	-0,15	3,10	0,88	-8,60	-2,48	-0,23
IGP-M	0,21	0,84	1,72	8,13	11,68	0,29	0,34	0,68	-0,03	0,02	0,97	1,43	1,34	0,66	1,02	0,85	0,43
Poupança	0,50	1,51	3,15	6,39	14,26	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,51	0,51	0,50	0,55	0,52	0,61

Fonte: Quantum Axis.

Segue abaixo o demonstrativo do patrimônio líquido do Fundo para o período de 07/2006 a 07/2012:

:: GRÁFICO 13

Evolução do patrimônio líquido de 28/11/2007 a 31/03/2013 em (R\$ milhões) (diária)



Ativo	PL Atual*	2012	PL Médio
SHOPPING PÁTIO HIGIENOPOLIS FII - SHPH11	R\$ 334.957.857,60	R\$ 335.567.683,18	R\$ 126.738.241,60

Fonte: Quantum Axis.

4.1.3. FII TORRE NORTE

O projeto teve início com a Fundação dos Economiários Federais - FUNCEF (fundo de pensão dos funcionários da Caixa Econômica Federal), as empresas Tishman Speyer com a Método, como desenvolvedora e construtora. Os três se uniram e desenvolveram o projeto de um complexo de escritório e hoteleiro em São Paulo, cujo o investimento seria 100% da Torre Norte e 100% do Mall por parte da FUNCEF. O terreno foi comprado da Bolsa de Imóveis, detentora da Torre Oeste, sendo que a Tishman e a Método receberam uma participação no empreendimento de 16,17%, da Torre Norte como parte de pagamento do desenvolvimento e sucesso do projeto.

Como a obrigação contratual a Tishman Speyer e a Método entregariam o empreendimento totalmente locado à FUNCEF, sendo que poderiam exercer seu direito de performance sobre o projeto a qualquer momento após a conclusão do empreendimento. Após a conclusão do empreendimento e desse estar praticamente 100% locado as respectivas empresas exerceram seu direito e o converteram em participação no empreendimento que resultou no recebimento da participação de 16,17%, da Torre Norte.

Após o recebimento da participação no imóvel a Tishman e a Método resolveram reciclar este investimento e foi montado o fundo imobiliário pela Brazilian Mortgages e o Banco Ourinvest, estruturadora e distribuidora, respectivamente, para a venda dos 16,17% de participação das duas empresas. Registra-se que o objetivo das empresas Tishman Speyer e Método era reciclar o investimento fazendo caixa para novos empreendimentos no Brasil (mais especificamente no mercado de São Paulo, principal área de atuação das empresas). Houve a estruturação do fundo em 2001, que teve sua emissão de cotas no mercado, na qual foram vendidos os 16,17% de propriedade das empresas Tishman e da Método.

Objetivo: Aquisição e gestão patrimonial da Torre Norte, integrante do Centro Empresarial Nações Unidas, localizado em São Paulo-SP,

auferindo receitas por meio de locação, arrendamento ou exploração dos direitos de superfície do imóvel.

Público Alvo: Investidor em geral.

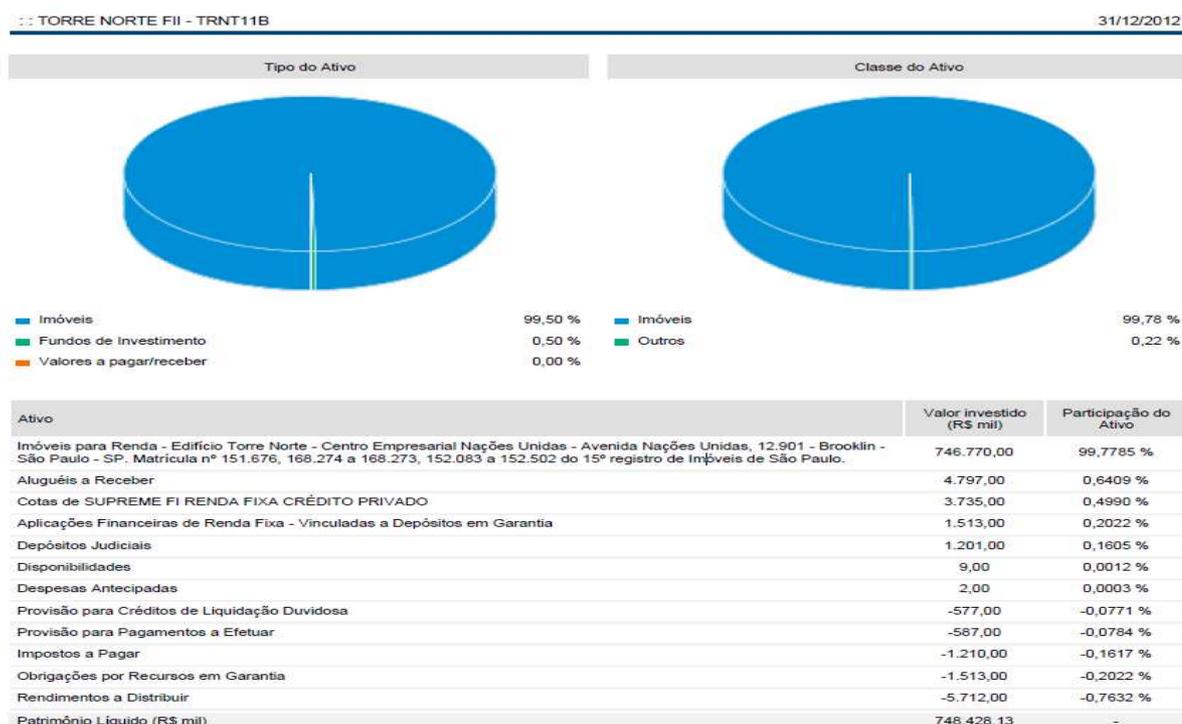
Política de investimento: Investir em edifício de escritórios de alto padrão, podendo vir a adquirir e alienar outros imóveis. Não é objetivo direto do fundo obter ganhos com a compra e venda de imóveis.

Seguem abaixo informações atualizadas sobre o fundo:

Razão Social Fundo	FII TORRE NORTE
CNPJ	04.722.883/0001-02
Data de Registro	10/10/2001
Início do Fundo	10/10/2001
Ticker (Código BM&Fbolsa)	TRNT11B
Distribuidor	Não informado
Administrador	BTG Pactual Serviços Financeiros
Patrimônio líquido (PL):	R\$ 748.989.363,92
Valor da Cota	R\$ 190,31
Quantidade de Cotas	3.935.562

(*) Base **Março/2013** (fechamento) - Fonte: Quantum Axis.

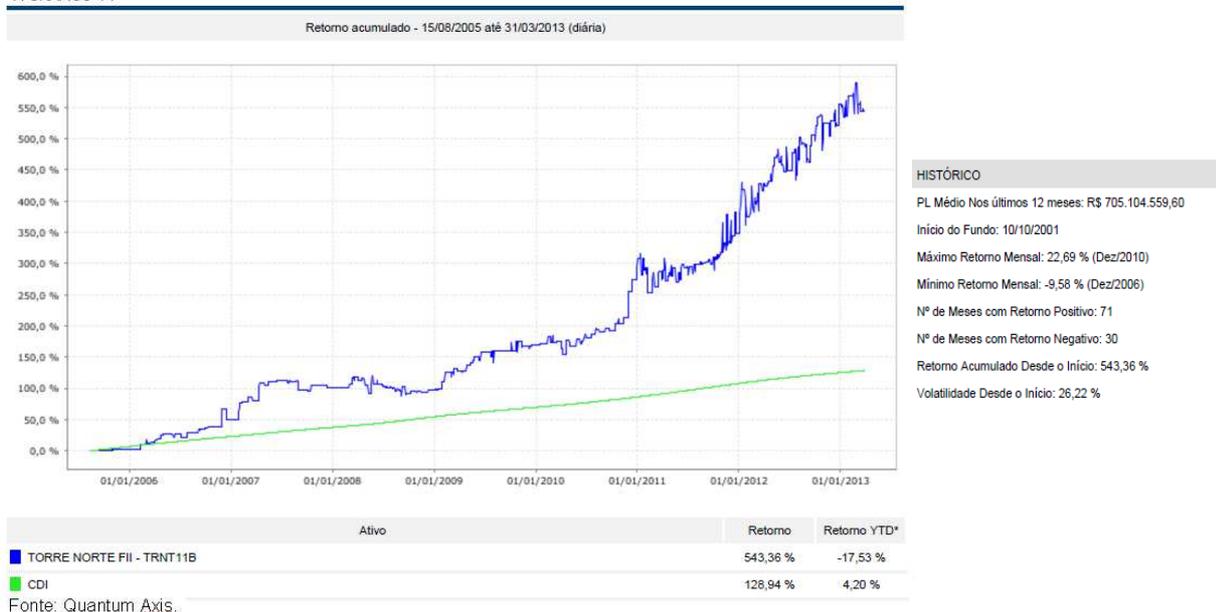
Segue a composição da carteira do Fundo, ou seja, seus ativos, posicionado no final de exercício de 2012:



Fonte: Quantum Axis.

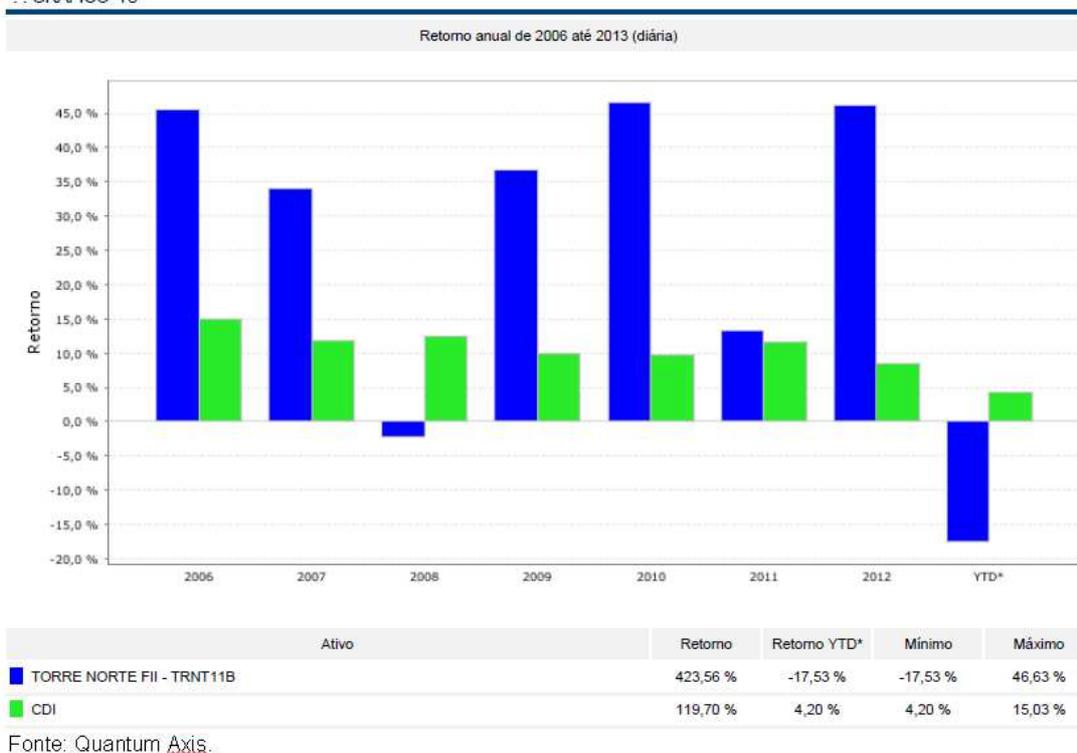
Gráfico de retorno acumulado do FII Torre Norte a partir de 2005 até Março/2013:

:: GRÁFICO 14



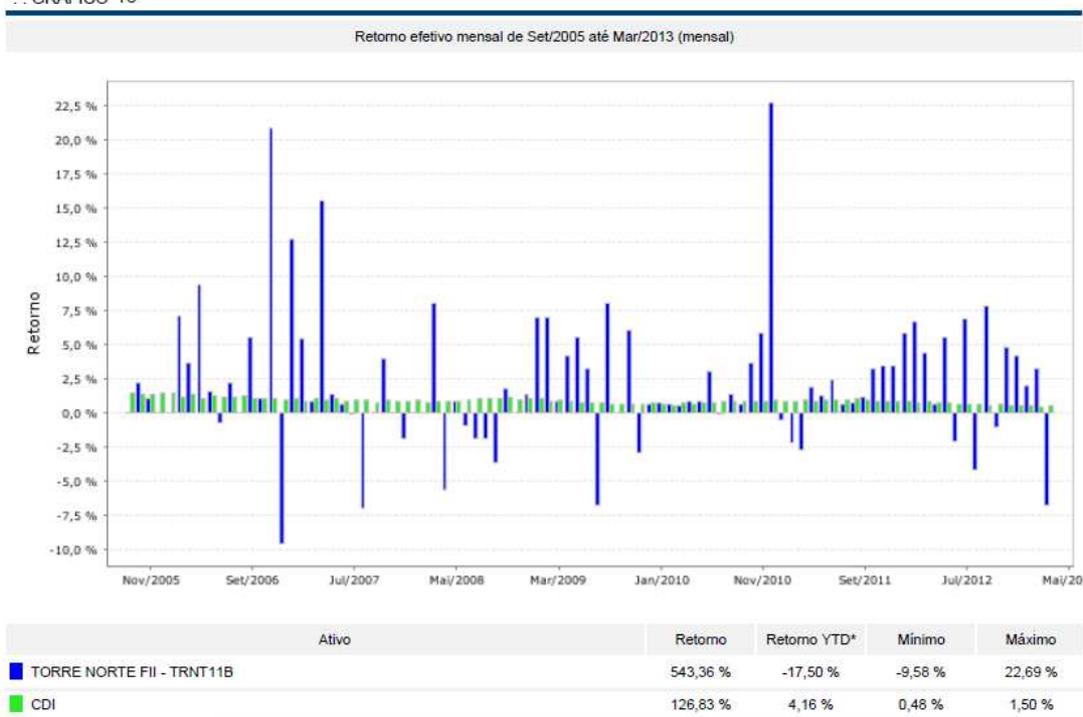
Informações sobre o retorno anual do Fundo de 2006 a 2013:

:: GRÁFICO 15



Retorno efetivo mensal de 2009 a Março/2013:

:: GRÁFICO 16



Retorno do Fundo nos últimos 24 meses em comparação com outras aplicações:

:: TORRE NORTE FII - TRNT11B

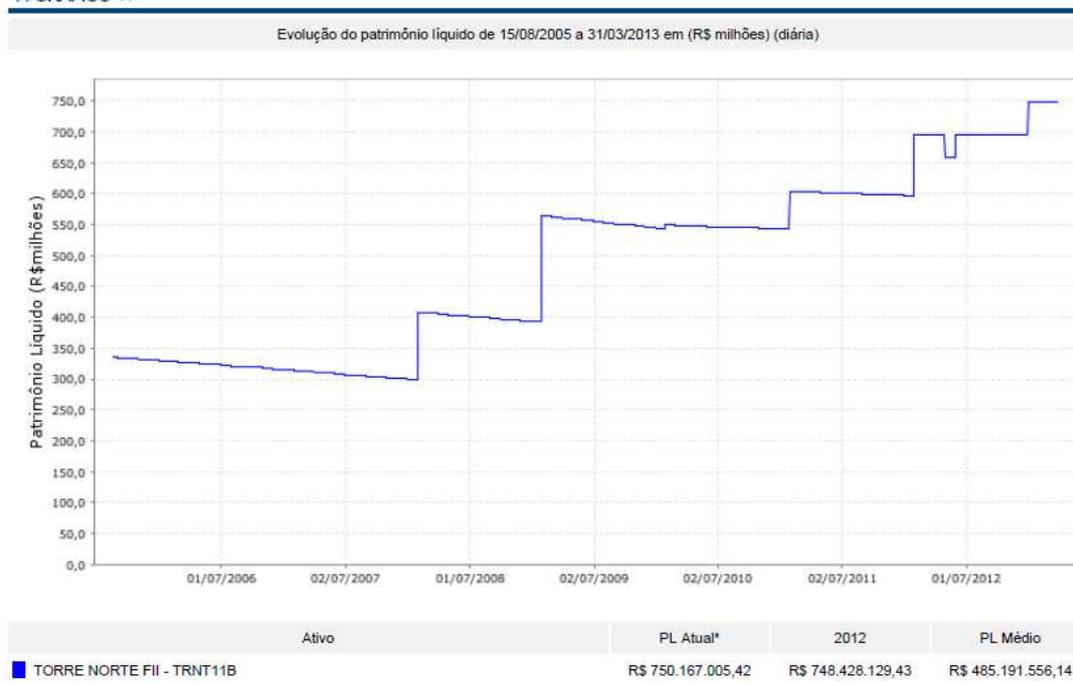
28/03/2013

RETORNO (%)																	
Nome	Mês	Ano	6 meses	12 meses	24 meses	Fev/13	Jan/13	Dez/12	Nov/12	Out/12	Set/12	Ago/12	Jul/12	Jun/12	Mai/12	Abr/12	Mar/12
Fundo	-6,71	-1,83	6,00	24,61	66,02	3,20	1,96	4,17	4,76	-1,05	7,78	-4,16	6,84	-2,04	5,58	0,64	4,44
% do CDI	-1.247,46	-113,56	173,60	321,09	330,74	664,95	334,08	781,06	873,41	-173,00	1.448,43	-605,54	1.012,94	-320,05	762,41	91,49	549,00
CDI	0,54	1,61	3,45	7,66	19,96	0,48	0,59	0,53	0,54	0,61	0,54	0,69	0,68	0,64	0,73	0,70	0,81
Dólar	1,94	-1,45	-0,67	11,00	21,45	-0,65	-2,70	-3,03	3,75	0,03	-0,32	-0,62	1,41	-0,05	6,90	3,83	6,61
Euro	0,08	-4,08	-1,21	6,92	10,82	-4,28	0,12	-1,61	3,97	0,92	1,91	1,50	-1,42	2,42	-0,09	2,98	6,27
Ibovespa	-1,87	-7,55	-8,98	-15,49	-16,84	-3,91	-1,95	6,05	0,71	-3,56	3,70	1,72	3,21	-0,25	-11,86	-4,17	-1,98
IBX	0,64	-2,05	-1,08	-4,83	-2,09	-2,89	0,23	4,78	1,15	-1,07	2,78	-0,15	3,10	0,88	-8,60	-2,48	-0,23
IGP-M	0,21	0,84	1,72	8,13	11,68	0,29	0,34	0,68	-0,03	0,02	0,97	1,43	1,34	0,66	1,02	0,85	0,43
Poupança	0,50	1,51	3,15	6,39	14,26	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,51	0,51	0,50	0,55	0,52	0,61

Fonte: Quantum Axis.

Segue abaixo o demonstrativo do patrimônio líquido do Fundo para o período de 07/2006 a 07/2012:

GRÁFICO 17



Fonte: Quantum Axis.

4.1.4. FII ALMIRANTE BARROSO, OU “FUNDO DA CAIXA”

A Caixa Econômica Federal lançou, no dia 19 de novembro de 2002, o Fundo Imobiliário Almirante Barroso, ou o “Fundo da Caixa”, a Caixa iniciou sua participação nesse setor com um Fundo constituído por uma torre comercial, com 34 pavimentos, onde estão instalados escritórios administrativos do Banco e duas agências da Caixa Econômica Federal. O edifício Almirante Barroso, localizado na Av. Rio Branco, 174, centro do Rio de Janeiro, foi avaliado em R\$ 100 milhões e foi vendido ao Fundo Imobiliário, sendo alugado à própria Caixa durante o período de 10 anos, renovável pelo mesmo prazo. A rentabilidade para os cotistas viria dos aluguéis pagos pela locatária ao Fundo.

Demais dados do Fundo:

Razão Social Fundo	FII EDIFÍCIO ALMIRANTE BARROSO
CNPJ	05.562.312/0001-02
Data de Registro	17/3/2003
Início do Fundo	17/3/2003
Ticker (Código BM&Fbolsa)	FAMB11B
Distribuidor	Caixa Econômica Federal
Administrador	BTG Pactual Serviços Financeiros
Patrimônio Líquido (PL):	R\$ 285.341.690,81
Valor da Cota	R\$ 2.722,73
Quantidade de Cotas	104.800

(*) Base Março/2013 (fechamento) - Fonte: Quantum Axis.

Perfil do fundo: Objetiva a aquisição do prédio comercial Edifício Almirante Barroso no Rio de Janeiro/RJ, onde estão instalados escritórios administrativos e duas agências bancárias, todos locados para própria Caixa Econômica Federal. Seu público alvo é investidores em geral.

A política de investimento do Fundo é investir em empreendimento imobiliário específico para posterior locação. Em caso de necessidades de liquidez, poderá investir em títulos públicos ou títulos de renda fixa de emissão da Caixa Econômica Federal, limitando-se a 25% do total das cotas emitidas pelo Fundo.

A Caixa Econômica Federal começou a utilizar esta ferramenta para canalizar os investimentos de pessoas físicas no mercado imobiliário, sendo um dos bancos comerciais a ser pioneiro na negociação de tais fundos.

O Fundo Imobiliário Almirante Barroso, lançado pela Caixa Econômica Federal, captou R\$ 104,8 milhões, em 75 dias, utilizando-se de suas mais de 2.000 agências distribuídas pelo território nacional, à época, e conquistando 5.259 investidores, que aplicaram em média R\$ 18.025,00⁹.

A criação do Fundo Almirante Barroso: A Caixa Econômica Federal era proprietária de um grande edifício de escritórios no centro da cidade do Rio de Janeiro, situado na Avenida Alm. Barroso, nº 174. Com mais de 83.000,00 m² de área construída em cerca de 34 andares, ocupa um quarteirão inteiro no centro financeiro da cidade do Rio de Janeiro.

⁹ Fonte: <<http://caixa.gov.br>>

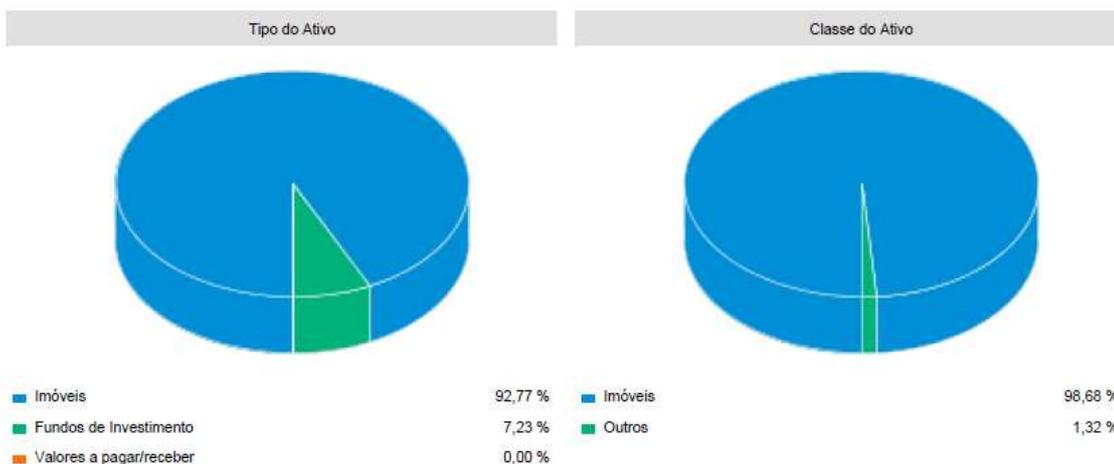
A CAIXA vendeu o imóvel ao fundo, tornando-se inquilina do empreendimento por 5 (cinco) anos, renováveis por mais 5 (cinco) anos. O aluguel inicial era de R\$ 1.250.000,00, o que proporcionava, à época, um rendimento mensal muito interessante (praticamente 1,25% bruto) aos seus novos proprietários, quando de seu lançamento.

Um dos principais sucessos de atratividade de público/investidores do fundo foi a aceitação por parte do FII Almirante Barroso de um lote mínimo por investidor de R\$ 1.000,00 (mil reais), possibilitando com isso, atingir o perfil do cliente da CAIXA.

Com a redução do valor das cotas e a facilidade de venda dado o seu elevado número de pontos de venda (Agências), proporcionou uma movimentação destas cotas no SOMA, atual BM&F, local inicialmente destinado para acesso à BOLSA, ambiente de negociação dos FII's.

Essa iniciativa foi muito importante para a indústria de Fundos de Investimento Imobiliário no país, pois possibilitou ao pequeno investidor o acesso a essa modalidade de investimento com uma capilaridade em todo o território nacional, pois utilizou toda a rede de agências bancárias da CAIXA para comercialização do produto.

Segue abaixo a composição da carteira do Fundo, ou seja, seus ativos, posicionado no final de exercício de 2012:



Ativo	Valor investido (R\$ mil)	Participação do Ativo
Imóveis para Renda - Edifício Almirante Barroso - Avenida Rio Branco, 174 - Rio de Janeiro - RJ. Matrículas nº 37.241 a 37.252 do 7º Oficial de Registro de Imóveis do Rio de Janeiro.	280.000,00	98,6821 %
Cotas de BTG PACTUAL CAPITAL MARKETS FII RF CRÉDITO PRIVADO	21.816,00	7,6887 %
Aluguéis a Receber	3.052,00	1,0756 %
Despesas Antecipadas	95,00	0,0335 %
Disponibilidades	8,00	0,0028 %
Impostos a Pagar	-5,00	-0,0018 %
Provisão para Pagamentos a Efetuar	-5.171,00	-1,8224 %
Rendimentos a Distribuir	-16.056,00	-5,6587 %
Patrimônio Líquido (R\$ mil)	283.739,27	-

Fonte: Quantum Axis.

Gráfico de retorno acumulado do FII Almirante Barroso a partir de 2005 até Março/2013:

:: GRÁFICO 18



HISTÓRICO

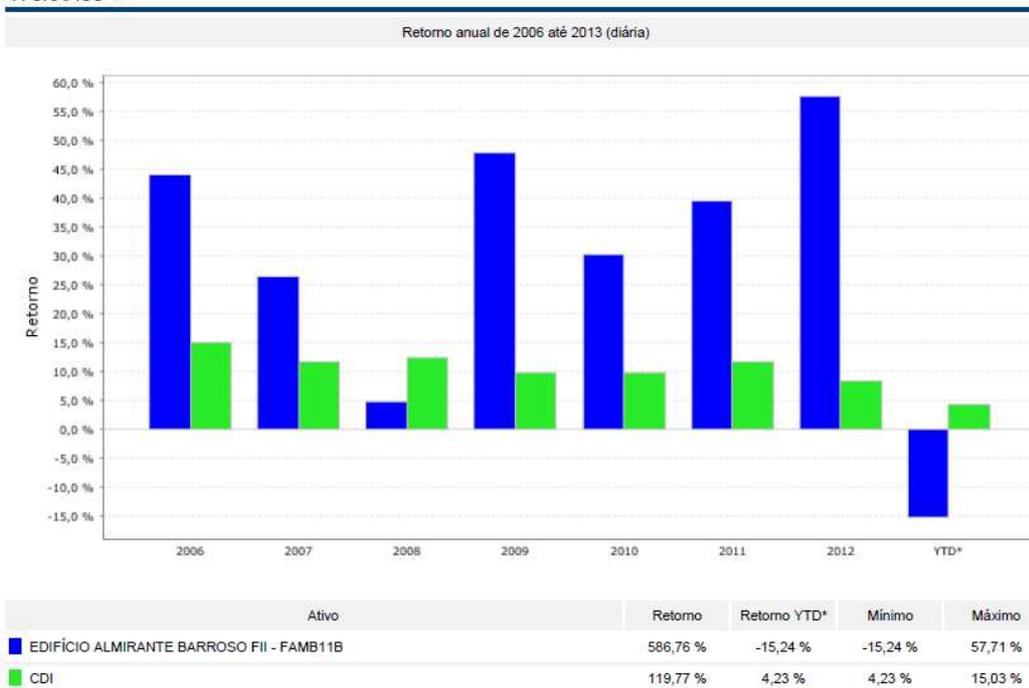
PL Médio Nos últimos 12 meses: R\$ 255.589.917,67
 Início do Fundo: 17/03/2003
 Máximo Retorno Mensal: 17,23 % (Nov/2005)
 Mínimo Retorno Mensal: -5,06 % (Ago/2011)
 Nº de Meses com Retorno Positivo: 74
 Nº de Meses com Retorno Negativo: 17
 Retorno Acumulado Desde o Início: 925,66 %
 Volatilidade Desde o Início: 24,30 %

Ativo	Retorno	Retorno YTD*
EDIFÍCIO ALMIRANTE BARROSO FII - FAMB11B	925,66 %	-15,24 %
CDI	129,60 %	4,23 %

Fonte: Quantum Axis.

Informações sobre o retorno anual do Fundo de 2006 a 2013:

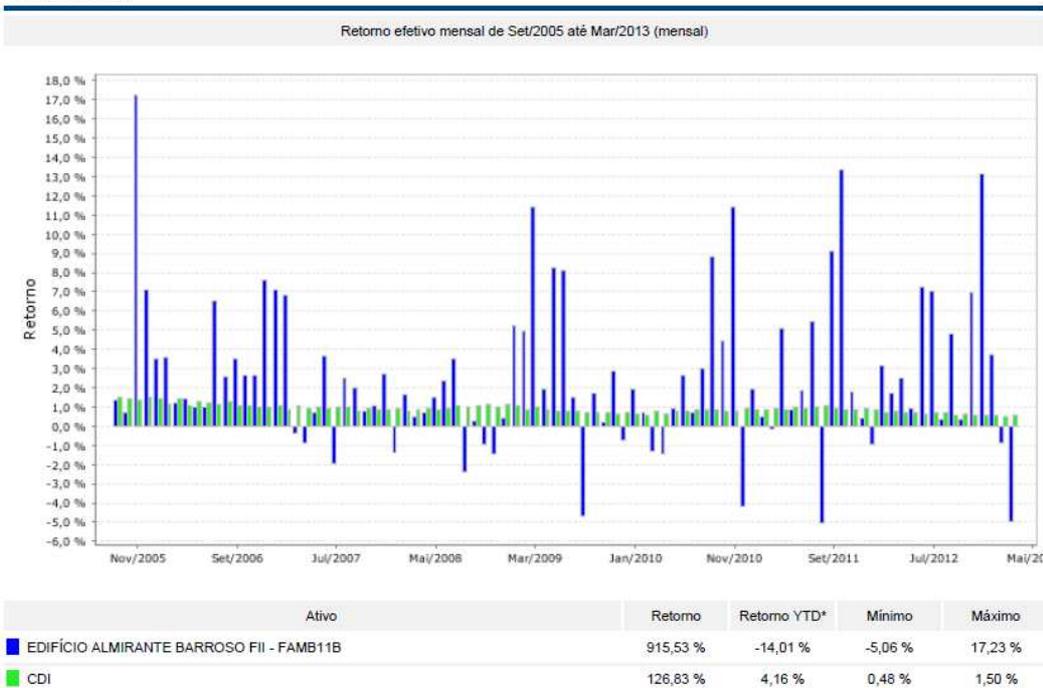
GRÁFICO 19



Fonte: Quantum Axis.

Retorno efetivo mensal de 2005 a Março/2013:

GRÁFICO 20



Fonte: Quantum Axis.

Retorno do Fundo nos últimos 24 meses em comparação com outras aplicações:

:: EDIFÍCIO ALMIRANTE BARROSO FII - FAMB11B

28/03/2013

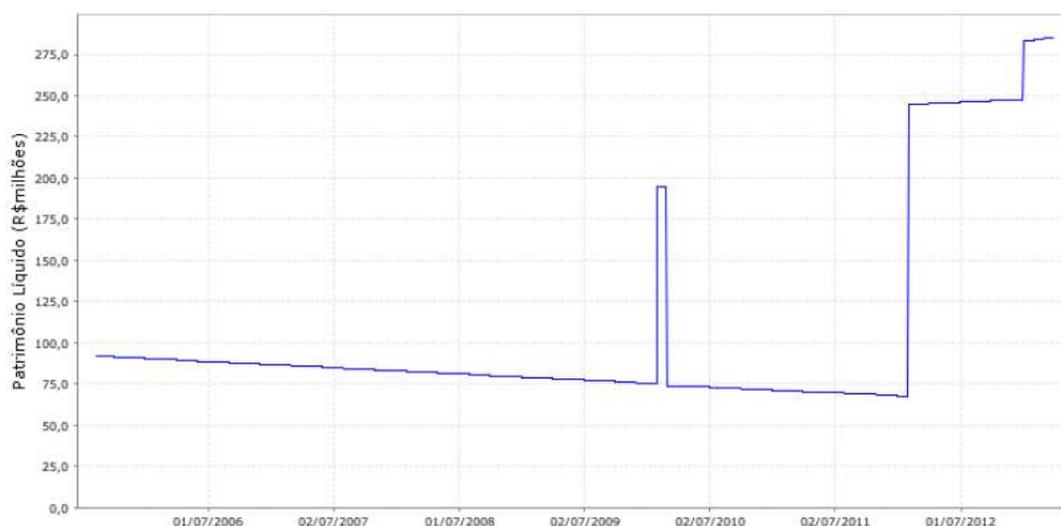
RETORNO (%)																	
Nome	Mês	Ano	6 meses	12 meses	24 meses	Fev/13	Jan/13	Dez/12	Nov/12	Out/12	Set/12	Ago/12	Jul/12	Jun/12	Mai/12	Abr/12	Mar/12
Fundo	-4,96	-2,28	19,16	47,82	105,53	-0,85	3,70	13,11	6,98	0,34	4,82	0,36	7,04	7,23	0,93	2,49	1,74
% do CDI	-922,77	-141,31	554,78	623,99	528,66	-175,53	630,19	2.454,46	1.282,23	56,54	897,08	52,20	1.042,23	1.132,66	127,32	355,37	215,81
CDI	0,54	1,61	3,45	7,66	19,96	0,48	0,59	0,53	0,54	0,61	0,54	0,69	0,68	0,64	0,73	0,70	0,81
Dólar	1,94	-1,45	-0,67	11,00	21,45	-0,65	-2,70	-3,03	3,75	0,03	-0,32	-0,62	1,41	-0,05	6,90	3,83	6,61
Euro	0,08	-4,08	-1,21	6,92	10,82	-4,28	0,12	-1,61	3,97	0,92	1,91	1,50	-1,42	2,42	-0,09	2,98	6,27
Ibovespa	-1,87	-7,55	-8,98	-15,49	-16,84	-3,91	-1,95	6,05	0,71	-3,56	3,70	1,72	3,21	-0,25	-11,86	-4,17	-1,98
IBX	0,64	-2,05	-1,08	-4,83	-2,09	-2,89	0,23	4,78	1,15	-1,07	2,78	-0,15	3,10	0,88	-8,60	-2,48	-0,23
IGP-M	0,21	0,84	1,72	8,13	11,68	0,29	0,34	0,68	-0,03	0,02	0,97	1,43	1,34	0,66	1,02	0,85	0,43
Poupança	0,50	1,51	3,15	6,39	14,26	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,51	0,51	0,50	0,55	0,52	0,61

Fonte: Quantum [Axis](#).

Segue abaixo o demonstrativo do patrimônio líquido do Fundo para o período de 07/2006 a 07/2012:

:: GRÁFICO 21

Evolução do patrimônio líquido de 09/08/2005 a 31/03/2013 em (R\$ milhões) (diária)



Ativo	PL Atual*	2012	PL Médio
■ EDIFÍCIO ALMIRANTE BARROSO FII - FAMB11B	R\$ 286.920.780,37	R\$ 283.739.270,35	R\$ 107.279.615,46

Fonte: Quantum [Axis](#).

O fundo apresentou, quando de seu lançamento, uma rentabilidade acima de um por cento ao mês, superando desta forma a garantia de rentabilidade mínima oferecida pela CAIXA, à época, proporcionando ainda uma valorização das cotas em função da demanda por tal fundo. No anexo II, pode ser efetuada uma comparação da rentabilidade mensal, da valorização da cota e do rendimento total do Fundo Almirante Barroso para o período de abria a setembro de 2003.

No acumulado do período de 2005 a março de 2013 a rentabilidade acumulada do fundo é de 915,53%, frente ao percentual de rentabilidade de 126,83%, das aplicações em CDI, proporcionando, assim, um retorno superior a 7 vezes o retorno do CDI, para o mesmo período.

4.2. LEGISLAÇÃO DOS FII's

Ao longo das últimas décadas, investidores foram apresentados a uma maior diversidade de produtos financeiros, sobretudo relacionados ao setor imobiliário, que, pouco a pouco, ganham espaço do tradicional investimento realizado diretamente em imóveis.

O investimento direto em imóveis na forma tradicional, pode proporcionar custos mais elevados de manutenção e administração, carga tributária mais alta incidente sobre os aluguéis e menor liquidez. Tais características podem ser amenizadas por ativos financeiros com lastros imobiliários, como os FIIs, a legislação criada em 1993 pela Lei 8.668/1993, proporcional a instituição dos FII's com sua regulamentação e constituição, além de determinar procedimentos específicos e de normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras.

Apresentamos abaixo uma cronologia das mudanças na legislação dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil, desde 1993 até as modificações mais recentes envolvendo a indústria de FII:

- ✓ **Lei nº 8.668/93 - 25/Junho/1993** – Instituição dos fundos de investimento imobiliário (FII). Determina que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) autorize, discipline e fiscalize a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos.

- ✓ **Instruções CVM nº 205 e nº 206 - 14/Janeiro/1994** – Dispunham sobre a constituição, funcionamento e administração de FII's, além das normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos Fundos.
- ✓ **Lei nº 9.514/97 - 20/Novembro/1997** – Cria o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, as companhias securitizadoras de crédito imobiliário e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI ou CRI's).
- ✓ **Lei nº 9.779/99 - 19/Janeiro/1999** – Institui condições para critérios relativos à distribuição de rendimentos e ganhos de capital de FII e estabelece que os rendimentos e ganhos líquidos auferidos por estes fundos, em aplicações financeiras de renda fixa ou de renda variável, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte. A respectiva lei também instituiu a distribuição de um mínimo de 95% dos rendimentos e ganhos de capital, apurados segundo o regime de caixa,
- ✓ **Resolução CMN nº 2.829 - 06/Abril/2001** – Estabelece cronograma de redução, através de limites máximos decrescentes, do total de recursos aplicados nas diversas carteiras que compõem o segmento de imóveis das entidades fechadas de previdência privada.
- ✓ **Resolução CMN nº 389/2003 – 03/Junho/2003** - Modificação do art. 27 da Instrução CVM nº 205, conforme alteração do § 3º quando o regulamento do Fundo contiver previsão indicando o mercado em que as cotas serão negociadas, a Assembléia Geral poderá deliberar, por maioria simples, a sua alteração, em primeira convocação, para o fim específico de permitir a negociação em mercado diverso.
- ✓ **Lei nº 11.033/04 - 21/Dezembro/2004** – Tributação de cotistas. Isenta do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste

anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por CRI, letras hipotecárias (LH) e letras de crédito imobiliário (LCI).

- ✓ **Lei nº 11.196/05 - 21/Novembro/2005** – Tributação de cotistas. Isenta do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos FII: (i) cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado; e (ii) que apresentem, no mínimo, 50 cotistas. Este benefício não será concedido ao cotista pessoa física que representem 10,0% ou mais da totalidade das cotas emitidas pelo FII ou cujas cotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10,0% do total de rendimentos auferidos pelo fundo.

- ✓ **Instrução CVM nº 472 - 31/Outubro/2008** – Cria nova regulamentação para FII. Destaque para permissão expressa de investimentos em valores mobiliários e outros ativos ligados ao setor imobiliário. Tratam, ainda, sobre obrigações, vedações, remuneração e substituição do Administrador. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública e distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Divulgação de informações periódicas, ou eventuais enviadas aos cotistas, demonstrações financeiras, patrimônio, encargos, transformação, incorporação, fusão e cisão, liquidação do fundo e do FII para investidores qualificados. Revogam as Instruções CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, nº 389, nº 418, de 19/Abril/2005 e nº III-B à Instrução CVM nº 400, de 29/Dezembro/2003.

- ✓ **Lei nº 12.024/09 - 27/Agosto/2009** – Isenta do imposto de renda na fonte os rendimentos auferidos em aplicações efetuadas pelos FII em CRI, LH, LCI e cotas de FII.

- ✓ **Resolução CMN nº 3.792 - 24/Setembro/2009** – Aprova novas diretrizes para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), aumentando os limites permitidos de investimento e criando novos segmentos com seus limites próprios. Destaque para os FII que na nova classificação não fazem mais parte do segmento de imóveis, tendo sido deslocados para o segmento de investimentos estruturados.

- ✓ **Instrução CVM nº 516 - 29/Dezembro/2011** – Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos, assim como o reconhecimento das receitas, apropriação de despesas e evidenciação das demonstrações financeiras dos FII's. Ganhos ou as perdas resultantes da avaliação de ativos ou de passivos do fundo, ainda que não realizados financeiramente, e seu reconhecimento no resultado do período. Contabilização de valores dos imóveis pertencentes ao Fundo. Custos de aquisição, adequação e vinculados com a venda do ativo devem ser consideradas como custo e após o reconhecimento inicial, as propriedades para investimento devem ser continuamente mensuradas pelo valor justo. (o valor justo de uma propriedade para investimento deve refletir as condições de mercado no momento de sua aferição). Descreve demais práticas contábeis adotadas para a classificação e mensuração dos ativos e passivos integrantes do patrimônio do fundo.

- ✓ **Instrução CVM nº 517 - 29/Dezembro/2011** – Modificação do art. 39 da Instrução CVM nº 472/08, que trata do dever do administrador em prestar informações periódicas sobre o fundo, passando a vigorar com a seguinte redação: “a) demonstração dos fluxos de caixa do período; b) o relatório do administrador, observado o disposto no §2º; e entra em vigor a partir de 1º/01/2012”.

- ✓ **Decreto Lei nº 7.894 - 31/Janeiro/2013** – modificação da alíquota de IOF para os recursos ingressados no país para investimentos em fundos de investimento imobiliário transacionados em bolsa terão o mesmo tratamento das ações, com alíquota zero de Imposto sobre Operações Financeiras - IOF na entrada. Se for transacionar fora da bolsa, paga o IOF de 6%.

Destaca-se que com as modificações realizadas por meio da Lei nº 11.196/05 - 21/Novembro/2005, por conta da isenção da incidência de imposto de renda nos rendimentos distribuídos para seus cotistas pessoas físicas pelos fundos negociados em ambiente de bolsa ou balcão, impulsionou significativamente a indústria dos FII's. O novo tratamento tributário se tornou um importante diferencial e uma alavanca natural para o desenvolvimento dos FII's no Brasil.

Corroborando tais modificações destacam-se, ainda, as alterações realizadas a partir da emissão da Instrução nº 472 (ICVM 472) pela CVM, que significou um novo e moderno marco regulamentar para o setor, ampliando consideravelmente suas possibilidades.

A ICVM 472 ampliou consideravelmente o escopo de tipos de investimentos que se enquadram na definição de empreendimentos imobiliários, e quanto à destinação/apropriada dos recursos que podem ser captados através do veículo Fundo de Investimento Imobiliário, pois títulos de lastro imobiliário, de renda fixa e de renda variável, se equipararam em relação a imóveis em geral do ponto de vista regulamentar, todos eles sendo inclusos na categoria de investimentos definidos como empreendimentos imobiliários. Com isso, foi possível a estruturação de FII com carteiras compostas preponderantemente por títulos como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), os Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC), as ações ou debêntures de empresas do setor imobiliário e as cotas de outros FII.

5. TRIBUTAÇÃO DOS FII's

Diferentemente de outros ativos financeiros, os fundos imobiliários contam com as pessoas físicas como seu principal grupo de investidores. Tal peculiaridade se dá em função da isenção de Imposto de Renda para rendimentos distribuídos por esses fundos, para pessoas físicas, concedida por meio da Lei 11.196/2005. Os fundos de investimento imobiliário não estão sujeitos ao pagamento de tributos referentes aos rendimentos auferidos pelas atividades de desenvolvimento imobiliário, tais como rendas de locação, arrendamento e alienação de imóveis.

A tributação de IR retida diretamente no fundo pode ocorrer, entretanto, nas seguintes hipóteses:

Ganho de capital proveniente de aplicações financeiras em renda variável (exceção feita a papéis do setor imobiliário) e renda fixa, no caso de ativos que não possuam lastro imobiliário;

Aplicações em empreendimentos imobiliários que tenham como sócio, incorporador ou construtor, algum cotista do FII que possua de forma isolada ou em conjunto com pessoas a ele ligada, mais de 25% das cotas do fundo.

Apresentamos abaixo a tributação realizada por cada tipo de investidor:

Pessoa Física: a Lei 11.196/2005 garantiu a isenção de Imposto de Renda para investidores pessoas físicas, incidente sob os rendimentos distribuídos pelos FIIs, desde que o fundo conte com cotas negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado e com um mínimo de 50 cotistas.

É importante destacar que a isenção de IR não vale para investidores pessoa física que detenham participação igual ou superior a 10% das cotas emitidas do Fundo ou que tenham direito de receber mais de 10% do total de rendimentos auferidos pelo FII.

Além disso, eventuais ganhos de capital auferido na venda de cotas de FIs no mercado secundário são tributados de acordo com legislação vigente, atualmente considera a alíquota de IR de 20%.

Pessoa Jurídica: estão sujeitas à incidência de uma alíquota de 20% de Imposto de Renda na fonte sobre os rendimentos distribuídos pelos FIs. Os rendimentos obtidos pelo investimento em FIs por pessoa jurídica também precisam ser adicionados ao resultado da empresa para os recolhimentos dos tributários obrigatórios (IRPJ, CSLL, PIS e COFINS). Ganhos de capital incorridos em função de negociação no mercado secundário serão tributados também com alíquota de 20%.

Segue abaixo, quadro I – com as alíquotas de IR vinculada aos FI's:

TRIBUTAÇÃO DOS COTISTAS		
Tipo de Cotista	Aliquota IR <u>Rendimento</u>	Aliquota IR <u>Ganho de Capital</u>
Pessoa Física com menos de 10% das cotas (Fundo com mais de 50 cotistas)	0%	20%
Pessoa Física Desenquadrada	20%	20%
PJ Residente no Brasil	20%	20%
2689 - Em Paraíso Fiscal	20%	20%
2689 - Fora de Paraíso Fiscal	15%	0%
Instituição Financeira ou equiparada	0%	0%
Fundos e Outros Clubes de Investimentos	0%	0%
Entidades de Previdência Fechada	0%	0%
Fundações e Associações	0%	0%

Fonte: BTG Pactual

Segue abaixo, quadro II - Comparativo da tributação dos FII's em comparação às Empresas:

TRIBUTAÇÃO FII x Empresa		
Tributos	FII	Empresa
PIS/ COFINS	0%	9,25% sobre Receita
IR	0%	34% sobre o Lucro Líquido
CSLL	0%	9% sobre o Lucro Líquido
Rendimento em CRI, LCI ou Cotas de FIIs	0%	15% a 22,5% sobre ganho de capital
Outras Aplicações Financeiras	15% a 22,5% sobre ganho de capital	15% a 22,5% sobre ganho de capital

Fonte: Guia de Fundos Imobiliários XP, Março/2013.

5.1. MUDANÇA NA LEGISLAÇÃO PARA QUE REPLEFIRAM NOS FII's DIRETA OU INDIRETAMENTE

5.1.1. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA DE COISA IMÓVEL

A alienação fiduciária foi regulamentada por meio da Lei 9.514/97, art. 22, onde define negócio jurídico pelo qual o devedor, ou fiduciante, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel.

Segundo (VENOSA, 2009), a legislação apresenta grande evolução ao mercado imobiliário:

"No tocante à alienação fiduciária, ao contrário de outras modalidades do sistema, o legislador expressamente possibilitou qualquer pessoa física ou jurídica contratá-la, não sendo privativa das entidades que operam o Sistema Financeiro Imobiliário. Desse modo, constrói-se mais um mecanismo jurídico fomentador da alienação fiduciária de imóveis, com estrutura simplificada cuja tendência será substituir em muitas oportunidades a hipoteca e compromisso de compra e venda de imóveis."

Requisitos do Contrato: I - Valor do principal da dívida; II - Prazo e condições de reposição do empréstimo ou do crédito do fiduciário; III - Taxa de juros e encargos incidentes; IV - Cláusula de constituição da propriedade fiduciária, com a descrição do imóvel objeto da alienação fiduciária e indicação do título e modo de aquisição; V - Cláusula assegurando ao fiduciante, enquanto

adimplente, a livre utilização, por sua conta e risco, do imóvel objeto da alienação fiduciária; VI - Indicação, para efeito de venda em público leilão, do valor do imóvel e dos critérios para a respectiva revisão; VII - Cláusula dispendo sobre os procedimentos de leilão do imóvel.

Em 2007, a lei 11.481/2007, desdobrou o antigo parágrafo único do citado Art. 22, deixando bem claro, no §1º, que a alienação fiduciária pode ser utilizada por qualquer pessoa física ou jurídica.

O art. 38 da lei 9.514/97 dispõe que : "Os atos e contratos referidos nesta Lei ou resultantes da sua aplicação, mesmo aqueles que visem à constituição, transferência, modificação ou renúncia de direitos reais sobre imóveis, poderão ser celebrados por escritura pública ou por instrumento particular com efeitos de escritura pública."

De acordo com MARTINE (2006, pág. 45) a alienação fiduciária é definida:

"Segundo as regras da lei 9.514/97, o devedor fiduciante é o contratante que aliena a coisa imóvel com a finalidade de garantir uma obrigação principal. O credor fiduciário, por sua vez, é o sujeito que, por força do pacto, adquire a propriedade enquanto subsistir a obrigação que lhe é acessória. § A alienação fiduciária de bem imóvel não é exclusiva de operações realizadas no âmbito do SFI, podendo ser livremente utilizada por pessoas físicas ou jurídicas ainda que tal prática não esteja no seu objeto social. (...) § Não é, portanto, privilégio de bancos ou instituições financeiras utilizarem-se da propriedade fiduciária imobiliária como forma de garantia de empréstimos financeiros."

Conforme definido por meio da Lei 9.514/97, art. 24, faz-se necessário o atendimento de requisitos mínimos do Contrato, a saber: (i) - Valor do principal da dívida; (ii) - Prazo e condições de reposição do empréstimo ou do crédito do fiduciário; (iii) - Taxa de juros e encargos incidentes; (iv) - Cláusula de constituição da propriedade fiduciária, com a descrição do imóvel objeto da alienação fiduciária e indicação do título e modo de aquisição; (v) - Cláusula assegurando ao fiduciante, enquanto adimplente, a livre utilização, por sua conta e risco, do imóvel objeto da alienação fiduciária; (vi) - Indicação, para efeito de venda em público

leilão, do valor do imóvel e dos critérios para a respectiva revisão; (vii) - Cláusula dispondo sobre os procedimentos de leilão do imóvel.

Caso tais requisitos não sejam contemplados na contratação, as partes não poderão usufruir da velocidade na retomada do imóvel proporcionada pela legislação. A mudança foi significativa para os contratos de venda de imóveis prontos ou em construção, pois desvinculou a execução da dívida, ou seja, a execução do gravame hipotecário por artifícios jurídicos associados à correção de valores, aplicação de juros ou modalidade de financiamento, fatores estes que em muitos casos postergavam, em juízo, a execução da garantia no judiciário brasileiro.

Com a nova legislação o imóvel pode ser executado e levado à hasta pública (leilão) em até 90 (noventa) dias, após a realização da notificação extrajudicial.

Uma modificação significativa proferida com a nova lei é que o imóvel garante integralmente a dívida, conforme valor definido quando da contratação, pois após a execução da garantia não há mais valores devidos pelo mutuário, ou seja, a dívida é extinta com o resultado da arrematação da garantia. Por tal motivo, muitas instituições definem um percentual de 70% ou menos do imóvel objeto da contratação.

5.1.2. PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO

A Lei 10.931/2004 é considerada um ponto primordial para a geração de condições de retomada. Essa norma trouxe uma série de garantias aos participantes do mercado imobiliário consolidando segurança jurídica às operações, conseqüentemente alavancou o mercado imobiliário.

A respectiva legislação instituiu o regime especial de tributação aplicável às incorporações imobiliárias, em caráter opcional enquanto perdurarem direitos de crédito ou obrigações do incorporador junto aos adquirentes dos imóveis que compõem a incorporação. O terreno e as acessões objeto da incorporação imobiliária sujeitas ao regime especial de tributação, bem como os demais bens e

direitos a ela vinculados, não responderão por dívidas tributárias da incorporadora relativas ao Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas - IRPJ, à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido - CSLL, à Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social - COFINS e à Contribuição para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público - PIS/PASEP.

Com isso, foi segregado o patrimônio do imóvel do patrimônio da construtora, fato que desvincula o imóvel no caso de eventual dificuldade financeira da construtora ou em situações mais graves de sua insolvência.

Esse regime diferenciado é importante para os FII's, pois permite maior segurança na contratação da construção de empreendimentos, pois é possível desvincular o empreendimento das contas da construtora.

5.1.3. RESOLUÇÃO CVM 3.792

Dentre as modificações realizadas na legislação que não estavam vinculadas aos FII's, destaca-se a Resolução do Conselho Monetário Nacional - CMN nº 3.792/2009¹⁰, de setembro de 2009, quando através dessa resolução, alterou o limite permitido de investimentos em FIIs por parte das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), também conhecidos como Fundos de Pensão, alterou o limite de investimento o de 8% para 10% de seu patrimônio líquido, sendo modificado, ainda, a classificação de FII com renda variável e não mais como investimento imobiliário direto.

Os FII's foram incluídos nas aplicações em cotas de FII (renda variável), possibilitando, ainda, a participação de FII superiores aos 20% iniciais, definido pela legislação anterior, para até 100% do Fundo, desde que o(s) imóvel(éis) pertencentes ao Fundo tenham habite-se. Registra-se que permaneceu o limitador de participação de 20% no Fundo, para as EFPC, para fundos que em sua composição de ativos tenham imóveis em construção, ou seja, não obtiveram o habite-se, junto à municipalidade local.

¹⁰ Resolução vinculada às Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), onde são definidos os limites de investimento ou de aplicação para todas as carteiras vinculadas aos ativos totais existentes por parte das EFPC.

A respectiva modificação possibilitou que algumas EFPC que estavam desenquadradas, ou seja, possuíam investimentos em FII's com percentual superior a 20%, se enquadrassem automaticamente com a entrada em vigor da respectiva resolução.

As modificações realizadas nas legislações onde criou/constituiu a alienação fiduciária de coisa imóvel e o patrimônio de afetação, proporcionarão maior garantia aos investidores em Fundo, pois regularam de forma segregada o patrimônio das Construtoras, para o caso do patrimônio de afetação e para a resolução de pendências judiciais vinculadas ao não recebimento das obrigações de venda de ativos, associada à alienação fiduciária. Tais ferramentas proporcionaram maior segurança aos Fundos, principalmente para os Fundos vinculados ao Desenvolvimento Imobiliário (construção de imóveis).

6. AVALIAÇÃO DE ATIVOS REAIS

A avaliação dos ativos reais para as aplicações em Fundo de Investimento Imobiliários é de fundamental importância, em função do lastro atrelado aos FII serem necessariamente os ativos imobiliários (imóveis) de propriedade do Fundo. Com isso, a avaliação de tais ativos é de fundamental importância para o investidor, pois com a sua avaliação é possível a classificação e a mensuração dos riscos envolvidos com os tipos dos investimentos associados aos Fundos.

Segundo DAMODARAN (2003) os investimentos imobiliários são o componente mais significativo dos investimentos em ativos reais. Segundo ele os ativos imobiliários e ativos financeiros compartilham várias características comuns: seu valor é determinado pelos fluxos de caixa que geram, pela incerteza associada a tais fluxos de caixa e por seu crescimento esperado.

Segundo DAMODARAN (2003), *ceteris paribus*¹¹, quanto maior o nível e o crescimento dos fluxos de caixa, e quanto menor o risco associado aos fluxos de caixa, maior o valor do ativo.

¹¹ Segundo SANDRONI (1999) *ceteris paribus* é uma expressão em latim que significa “permanecendo constante as demais variáveis”, muito utilizada em economia quando se deseja avaliar as consequências de uma variável sobre outra, supondo as demais inalteradas.

No entanto, há também diferenças significativas entre as duas classes de ativos, sendo uma das principais, a diferença de liquidez entre os dois mercados e os tipos de investimentos de cada mercado e conseqüentemente, as diferenças nos fluxos de caixa gerado pelos dois investimentos.

O investimento em ativos reais tem freqüentemente vida finita e precisam ser avaliados levando-se em consideração este aspecto, por isso que o valor final de um ativo real pode ser inferior a seu valor corrente, porque o uso do ativo pode depreciar seu valor. No caso dos imóveis, como seu valor é composto da caracterização do empreendimento, leva-se em consideração a parte construída/edificada e a parte do terreno onde o imóvel foi construído. Neste caso para caracterização de avaliação a parte construída tem uma vida finita, ao passo que o componente do terreno terá vida infinita.

O valor de qualquer ativo que gera/produz um fluxo de caixa é o valor presente de seus fluxos de caixa esperados, assim como podem ser utilizados para avaliar ativos financeiros, podem também ser empregado para avaliar investimentos imobiliários.

Para utilizar a metodologia de avaliação dos fluxos de caixa descontado é necessário avaliar o grau de risco do investimento imobiliário e estimar uma taxa de desconto baseada no grau de risco e estimar os fluxos de caixas esperados do investimento imobiliário par a vida do ativo.

Os dois modelos básicos utilizados para analisar ativos financeiros são o CAPM (Modelo de Precificação de Ativos de Capital) e o APM (*Arbitrage Pricing Model*). Segundo DAMODARAN (2003), em ambos os modelos o risco de qualquer ativo, imóvel ou financeiro, é definido como sendo a parcela da variância do ativo que não pode ser diversificada. Esse risco não diversificado é avaliado pelo beta de mercado no modelo CAPM e por betas de fatores múltiplos no modelo APM.

O modelo CAPM (Modelo de Precificação de Ativos de Capital) foi desenvolvido durante os anos 60, cujo objetivo era dar uma forma específica à existência de um *trade-off* (troca conflituosa) entre ganhos e risco. O modelo

estabelece uma relação linear positiva entre o ganho esperado de um *portfólio* diversificado de ativos e o risco sistêmico desse *portfólio*, medido pelo parâmetro na seguinte equação: $R = R_f + \beta (R_m - R_f)$, onde R é o ganho esperado do *portfólio*, R_f é a taxa de juros sem risco, β é a medida de até que ponto os ganhos sobre o *portfólio* se deslocam com o mercado constituído por uma combinação de todos os títulos, cada um ponderado por sua participação relativa e R_m é o retorno esperado do *portfólio* de mercado. A diferença $(R_m - R_f)$ é o prêmio de risco de mercado.

O modelo APM (*Arbitrage Pricing Model*) é um modelo alternativo do CAPM dado o fracasso do CAPM em explicar adequadamente as diferenças de retornos de ativos para ativos. A lógica por trás do modelo APM é muito semelhante à lógica por trás do CAPM, ou seja, investidores são recompensados por assumir riscos não-diversificáveis. No CAPM, um fator (sensibilidade em relação à carteira de mercado) absorve este risco não-diversificável, enquanto que no modelo APM, não é necessário um único fator, podendo decorrer múltiplos fatores. O modelo CAPM pressupõe que o risco de mercado está embutido na carteira de mercado, enquanto o APM se atém aos fundamentos econômicos, prevendo desta forma diversas fontes de risco de mercado, como mudanças imprevistas no PIB, nas taxas de juros, na inflação, e mede o grau de sensibilidade dos investimentos a estas mudanças com beta de cada fator.

Ou seja, a hipótese básica que ambos os modelos assumem para chegar a essas conclusões são de que o investidor marginal no ativo seja bem diversificado e que o risco seja avaliado em termos da variabilidade de retornos. Se assumirmos, conforme DAMODARAN (2003), que esses modelo também sejam válidos para ativos imobiliários, o risco de um ativo em imóvel deveria ser avaliado por seu beta em relação a carteira de mercado no CAPM e por seus betas dos fatores no modelo APM.

Um dos grandes problemas é o fato de se incorporar o valor dos investimentos imobiliários na carteira de mercado, sendo que a dificuldade é devido aos problemas de avaliação, pois os ativos financeiros em geral possuem

precificação diária (cotações das ações em Bolsa), enquanto os ativos imobiliários em sua maioria são precificados quando da realização da avaliação do imóvel.

Para utilizarmos modelos tradicionais de risco e retorno na avaliação dos investimentos imobiliários devem ser utilizados os seguintes parâmetros de risco:

- o risco de uma classe de investimentos imobiliários pode ser obtido fazendo regressões dos retornos da classe contra os retornos de uma carteira de mercado consolidada. Neste caso os principais problemas enfrentados são que estas séries de retornos são baseadas em estimativas passadas e podem subestimar a real volatilidade do mercado e que os retornos estão disponíveis apenas em intervalos maiores de tempos (trimestrais ou anuais).
- os parâmetros de risco dos títulos de imóveis negociados (REIT's, FII) podem ser utilizados no lugar do risco para investimento imobiliários, contudo, esta não podem ser a melhor forma de avaliar os riscos de investimentos imobiliários diretos, ainda mais quando não possuímos um mercado consolidado para a obtenção de tais parâmetros, de forma diária e que representem efetivamente o comportamento de mercado para o mesmo tipo de ativo ou ativos similares.
- a demanda por imóveis é, em alguns casos, uma demanda derivada. O valor do imóvel (Ex.: Shopping) é derivado do valor do espaço para venda, que deveria ser uma função do nível que está se desempenhando o varejo da região de influência do Shopping e da economia da região e do país.

DAMODARAN (2003) argumenta ainda que alguns investimentos, como os de imóveis, por exemplo, pedem desembolso de capital tão grande que os investidores podem não ser capazes de diversificar suficientemente, podendo levar a uma subestimação do risco se adotarmos o uso do modelo CAPM ou do APM. No entanto estes argumentos podem ser compensados observando que: muitos investidores concentram seu patrimônio em imóveis o fazem por escolha e vêem essa como sendo uma forma de aumentar o seu conhecimento

especializado em imóveis, ou até mesmo sob a forma de diversificação de seus investimentos.

Uma das críticas que se faz às tradicionais avaliações de risco é que elas admitem que todos os ativos tenham liquidez, contudo, em muitos dos investimentos imobiliários, estes têm menos liquidez que os mercados de ativos financeiros isso porque as transações ocorrem com menos frequência, há custos de transação envolvidos, sendo em muitas vezes elevados e há poucos compradores e vendedores de tais ativos.

Isso porque a ligação entre a falta de liquidez e o risco depende muito do horizonte temporal do investidor, isso porque o investidor que tem uma visão de longo prazo vai reter a propriedade por um período muito mais longo de tempo, preocupando-se menos com a com a liquidez do que aquele que queira negociar em um curto espaço de tempo.

Por tais motivos a avaliação do resultado dos Fundos de Investimentos Imobiliários estarem ligados diretamente pela capacidade de geração de fluxo de caixa dos imóveis associados aos Fundos, pois é por meio da capacidade de geração de recursos que será possível verificar o retorno do Fundo e conseqüentemente o retorno do investidor. Vários são os fatores que têm que ser levados em consideração na estimativa de rendimentos (aluguéis/venda) para os próximos anos dos imóveis do Fundo, tais como: Tendências passadas de aluguéis, condições de oferta e demanda para espaços fornecidos pela propriedade, taxa de desocupação do imóvel, risco de inadimplência envolvida com os ativos do Fundo, oferta futura de imóveis do mesmo porte na região de influência do ativo, condições econômicas gerais, etc.

7. LIQUIDEZ - O PROBLEMA E SUA IMPORTÂNCIA

A Análise de Investimentos Imobiliários, como em qualquer investimento leva em consideração o trinômio: Segurança, Rentabilidade e Liquidez¹². Tais considerações também funcionam para os negócios imobiliários, tradicionalmente os imóveis proporcionam maior segurança, pelas suas próprias características de

¹² Autores como Damodaran (2003) consideram o trinômio como sendo: Risco, Retorno e Liquidez.

reserva de valor, contudo, a liquidez, não é uma das maiores. A liquidez é o principal problema dos Fundos de Investimento Imobiliários.

A maior crítica a essa aplicação é sua falta de liquidez, ou seja, os cotistas enfrentam dificuldades para se desfazerem dos papéis, quando precisam de dinheiro. Segundo Nogueira (2002), a liquidez do mercado secundário (onde ocorre a compra e venda de cotas imobiliárias entre investidores), está crescendo na medida em que novos produtos chegam ao mercado.

O mercado secundário é a negociação de compra e venda de qualquer título ou valor imobiliário depois de encerrada sua oferta inicial/primária. Para o FII o mercado secundário era realizado na SOMA¹³ (Sociedade Operadora do Mercado de Ativos), o chamado "mercado de balcão" da Bovespa (Bolsa de Valores do Estado de São Paulo), atual BM&F Bovespa, onde corretores negociam as cotas em nome de quem quer vendê-las e dos investidores interessados em comprá-las, ou seja, com a negociação na BOLSA, é possível aproximar potenciais compradores e vendedores.

A SOMA adotou inicialmente um sistema de negociação com regras transparentes, em horários predeterminados. A oscilação do valor das cotas diminuiu com a concentração das ofertas de compra e venda.

Segundo PASQUANTONIO (2003), com a concentração, diminuem as oscilações das cotas. Quando há excesso de compradores, a tendência do preço é subir com força, gerando distorções de cotação, concentrando as ofertas, há um equilíbrio maior no processo.

As operações são divulgadas pela Agência Soma de Notícias e reproduzidas por agências como Broadcast, Reuters e CMA. Tais informações eram divulgadas na internet, por meio de site que mostrava dados diários sobre os fundos, permitindo aos cotistas acompanhar valores e movimento dos fundos pela Internet. Atualmente as operações de Fundo são realizadas na Bolsa de valores, possibilitando o acesso às informações de cada Fundo, listado na BM&F Bovespa,

¹³ O BM&F é uma *clearing*, ou seja, uma instituição que centraliza todas as opções de compra e venda das cotas de FII - <http://www.bmfbovespa.com.br>.

no mesmo ambiente onde são negociadas as ações em empresas. As cotas dos FII' são custodiadas na Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) e os cotistas recebem todo mês extrato com sua posição.

Para o investidor vender suas cotas, é preciso fazer a solicitação ao operador, que comandará a oferta junto à área de mercado de capitais, por meio de uma corretora, e esta, providenciará o lançamento da oferta de venda na BM&F Bovespa.

Os FII ainda possuem outros fatores de risco, a saber:

Mercado Financeiro - o investidor deve ser alertado que os Fundos de Investimento Imobiliário também são afetados pelos mesmos tipos de risco que atingem o mercado financeiro e cada tipo de empresa, observados os ramos negociais específicos. Em alguns casos, os eventos podem afetar somente os Fundos que detêm determinados tipos de imóveis, ou a localização geográfica específica que está inserido.

Taxa de ocupação imobiliária - a retração do crescimento econômico pode ocasionar redução na ocupação dos imóveis. A redução da taxa de ocupação pode não só reduzir a receita de um fundo de investimento pela vacância de seus imóveis, mas também gerar redução nos valores dos aluguéis, fonte esta de recursos para o FII. Sendo assim, o empreendimento não obterá o sucesso pretendido, afetando diretamente a rentabilidade estimada inicialmente pelos investidores, ou seja, afetando a rentabilidade mensal do Fundo.

Por estas características e pelo fato dos fundos sempre serem constituídos na forma de condomínios fechados, sem admitir resgate de suas cotas, os titulares de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário podem ter dificuldade em realizar a venda de suas cotas no mercado secundário.

A tendência natural é que à medida que o investimento for amadurecendo, as cotas sejam negociadas em bolsa de valores com maior frequência, o que tende a aumentar a liquidez (atrelado à possibilidade de facilitar a vender ou comprar das cotas dos fundos) e a valorização da cota, resolvendo o problema

para o investidor quando da decisão de sair do investimento e encontrando investidor disposto a pagar um “preço justo” para seu ativo.

A presença dos Fundos de Investimento Imobiliário no mercado secundário traz outra vantagem aos investidores que é a transparência das informações, pois o valor das cotas passa a ser publicado diariamente na Bolsa (BM&F Bovespa), a exemplo do que acontece com o mercado de ações e outros fundos. As publicações de tais informações são importantes, pois é possível criar uma base de cotações e informações que facilitará a avaliação do investidor sobre sua liquidez, transparência, facilidade na obtenção das informações do mercado imobiliário, possibilitando desta forma uma elevação dos negócios.

Com a obtenção de maior liquidez será possível a entrada do investidor institucional (empresas seguradoras e fundos de pensão), que podem proporcionar um elevado volume de negócios, e conseqüentemente maior possibilidade de crescimento do mercado.

Com o desenvolvimento da indústria de Fundos, será possível no futuro próximo termos a precificação diária dos ativos, como ocorre com as ações de empresas, pois são negociados diariamente um elevado número de operações de compra e venda, de forma que reflitam o precificação mais próxima do ativo.

8. O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO NOS ÚLTIMOS ANOS

8.1. ELEVAÇÃO DOS PREÇOS DOS ATIVOS IMOBILIÁRIOS

No Brasil, a recente alta dos preços dos imóveis, segundo LIBERATO (2011), essa alta vem fundamentada em uma recomposição das perdas observadas nos anos 90 (em função das elevadas taxas de juros), conjugado a um tripé que inclui o bônus demográfico brasileiro, o forte crescimento do PIB aliado à melhora da distribuição de renda, com forte queda no desemprego e alta na renda e a forte expansão do estoque de crédito imobiliário no Brasil.

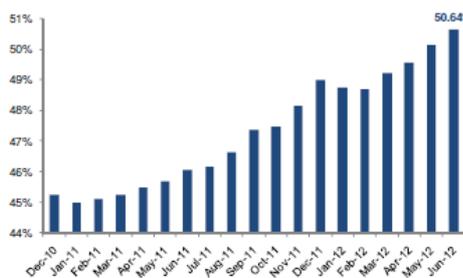
Segundo (MULLER; VALLE, 2012), os bons resultados da economia brasileira, a expansão no crédito, a redução dos juros e a criação de empregos, proporcionaram benefícios diretos para a população, favorecendo os

investimentos diretos no país. Com isso, foram retomados os investimentos de médio e longo prazo, esse reflexo também foi observado na construção de novos empreendimentos.

Os avanços microeconômicos foram igualmente importantes para o desenvolvimento do mercado imobiliário nacional, beneficiado pelo patamar mais baixo de juros real alcançado no país.

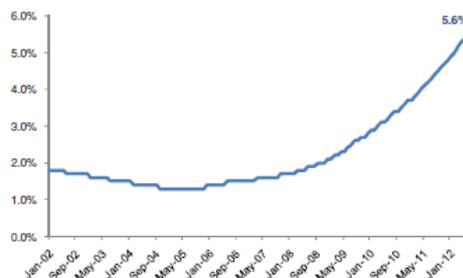
Segue abaixo, crescimento do PIB brasileiro e aumento percentual do crédito imobiliário em relação ao PIB para o período de 2010 a 2012:

Gráfico 22 : % Crédito/PIB



Fonte: Bacen

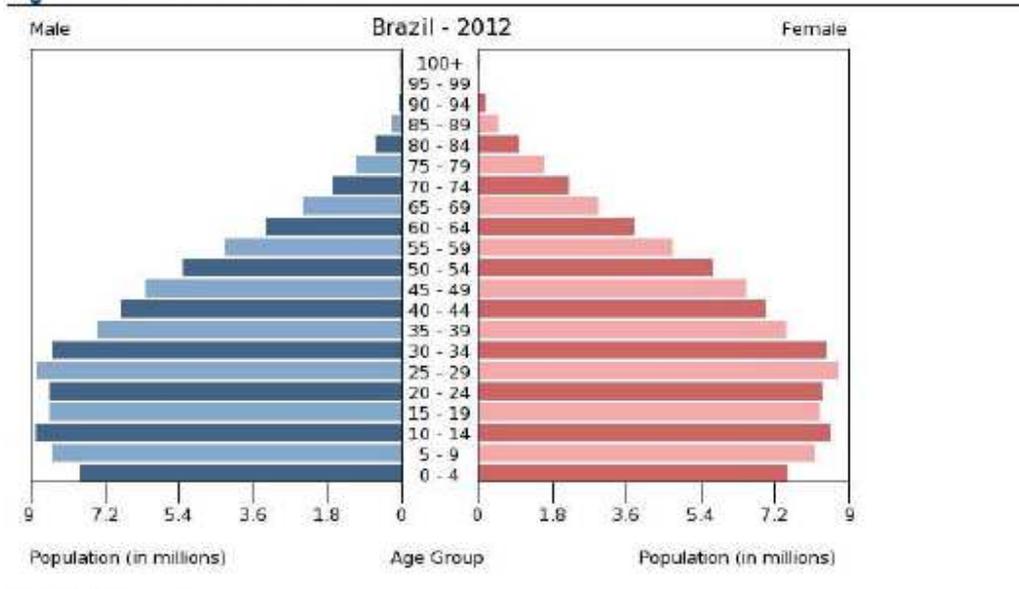
Gráfico 23 : % Crédito Imobiliário/PIB



Fonte: Bacen

Além da estabilidade econômica e da consistente expansão do crédito, a demanda por ativos imobiliários no Brasil vem sendo beneficiada por fatores como o déficit habitacional e por uma demografia favorável. Segundo estudo do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), o déficit habitacional brasileiro seria da ordem de 33%, isto indica, que cerca de 65 milhões de brasileiros não possuem casa própria.

Figura 1 Pirâmide Etária brasileira 2012



Fonte: US Census Bureau

O país conta com uma população essencialmente jovem que ajuda a formar a base necessária para o crescimento da demanda por moradias esperado para os próximos anos, recebendo atenção do Governo Federal via programas de estímulo à demanda como o projeto Minha Casa Minha Vida, patrocinado pelo Governo Federal, com subsídios para a classe de baixa renda, com juros e prazos diferenciados.

Seguindo a melhora dos números da economia brasileira e dado o aumento da demanda por imóveis, os preços dos terrenos e dos imóveis nos principais centros ocorreu de forma acelerada. O reflexo direto dessa elevação na demanda foi o aumento na procura por imóvel e consequentemente a aumento nos preços praticados.

Esse aumento foi verificado nas principais nas capitais, com destaque para as cidades de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Brasília e Porto Alegre. A elevação dos preços foi tão expressiva, que muitos começaram a questionar ou a considerar a eventual formação de uma bolha imobiliária no país.

8.2. BOLHA ESPECULATIVA NO MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

O grande questionamento que se levanta é se com a elevação dos preços dos imóveis, ocorrida nos últimos anos no mercado brasileiro, principalmente nas principais capitais do país, se essa elevação, caracteriza-se bolha especulativa ou apenas a elevação acima dos índices de inflação para os ativos imobiliários.

Segundo LIMA (2011), a desarticulação de mercado, com a demanda maior que a oferta por imóveis é o grande fato gerador ou o agente provocador da bolha de preços. Sendo os investidores dessa desarticulação as seguintes causas: (i) crédito imobiliário irresponsável; (ii) incremento transitório de demanda, na maioria dos casos pela ativação da demanda reprimida em crises da economia até que esta se esgote; e (iii) forte presença de investidores desinformados, em certos casos também vestidos de especuladores.

Conforme destacam (CAMPELO Aloísio; BRAZ André, 2011), a crise recente do mercado imobiliário dos EUA, associada a uma percepção de grande elevação dos preços dos imóveis nas principais capitais brasileiras, tal fato motivou a preocupação com relação à formação de uma “bolha” no mercado de imóveis brasileiro. Isso porque os resultados dos índices de inflação em comparação da elevação dos preços dos imóveis mostram uma elevação dos preços significativa no passado recente.

Tal fato pode ser associado à redução das taxas de financiamento imobiliário, dada a estabilidade econômica alcançada recentemente pelo país, corroborada com o aumento da disponibilidade de crédito para os financiamentos imobiliários. Outro fator preponderante para a elevação dos recursos em circulação no país foi à mudança de grau de investimento para o Brasil, sendo este fato preponderante, entre outras coisas, para que a bolsa brasileira se recuperasse tão rapidamente após o forte declínio que se seguiu à piora da crise global.

A entrada de recursos estrangeiros no país e a projeção do aumento do fluxo de dinheiro para o Brasil, principalmente provenientes Fundos de Pensão

Americanos e *endowments* (fundações ligadas às universidades americanas), passaram a aplicar no país. (CAMPELO Aloísio; BRAZ André, 2011).

A oferta de crédito para financiamento imobiliário ocorreu não só para a CAIXA ECONÔMICA FEDERAL, custodiante dos depósitos do Fundo do FGTS, principal fonte financiadora dos créditos imobiliários brasileiros, mas também para os demais bancos estatais e privados brasileiros.

Conforme define LIBERATO (2011), o “preço justo” de um imóvel é influenciado pelas forças de demanda, oferta e expectativas. O preço pode subir porque a demanda está elevada, a oferta é restrita ou porque as expectativas de ganhos de capital se desvincularam dos fundamentos econômicos (especulação).

Listamos, a seguir os principais itens relacionados às forças de oferta e demanda no setor imobiliário, que devem ser avaliados para definição de bolha especulativa:

Determinantes da Oferta

- ✓ Custos de construção
- ✓ Valorização do preço da terra
- ✓ Disponibilidade de crédito
- ✓ Barreiras regulatórias à construção

Determinantes da Demanda

- ✓ Renda e Riqueza
- ✓ Taxa de desemprego
- ✓ Mudanças estruturais (Programa Minha Casa, Minha Vida, p.ex.)
- ✓ Disponibilidade de crédito
- ✓ Taxas de juro
- ✓ Fatores demográficos (crescimento populacional e imigração, p. ex.);
- ✓ Especulação e Expectativas¹⁴

¹⁴ LIBERATO (2011) - Case e Shiller, depois de tentativas frustradas de explicar o *boom* imobiliário com base em fundamentos de demanda e oferta, fizeram um revelador trabalho no campo das finanças comportamentais: Pesquisaram através de questionários coletando dados sobre os motivos pelos quais compradores de imóveis decidiram comprar, quais as fontes de informação em que basearam sua decisão, quais suas expectativas quanto à valorização futura do imóvel e aos riscos da operação. Seus resultados demonstraram: (1) que os compradores têm quase nenhuma informação sobre os fundamentos do mercado, (2) que são fortemente influenciados pelas notícias sobre as tendências recentes dos preços, (3) formam sua expectativa de valorização futura com base nestas tendências e (4) que, em especial se os preços estiverem subindo aceleradamente, os compradores ficam estimulados a comprar antes que os preços subam mais.

Houve uma elevação nos custos de construção e de terreno que foram refletidos nos preços dos imóveis, corroborado ainda pela elevação do crédito imobiliário no Brasil. Com uma demanda alta e uma oferta crescente, porém, limitada dado o prazo de construção dos imóveis, a tendência foi de elevação nos preços.

Com os financiamentos em andamento já é verificada uma dificuldade maior quanto à quitação das parcelas, para o período de construção dos imóveis (Ex.: elevação do INCC nos últimos meses, refletido nas parcelas da fase de obra antes da entrega da unidade – habite-se).

Isso indica que haverá uma tendência natural de elevação dos critérios quando da concessão dos financiamentos imobiliários. Sem falar nas retomadas dos imóveis pela falta de pagamento (inadimplemento), fator este ainda não verificado após a elevação do crédito imobiliário no país. (uso da alienação fiduciária) para a retomada dos imóveis objetos dos contratos de financiamento realizados.

Caso haja um crescimento na retomada de imóveis utilizando tal mecanismo (Alienação fiduciária - leilão) existe a possibilidade de desaceleração dos preços. Contudo, não acredito em “estouro de bolha”, mas sim acomodação natural dos preços ou uma elevação mais contida.

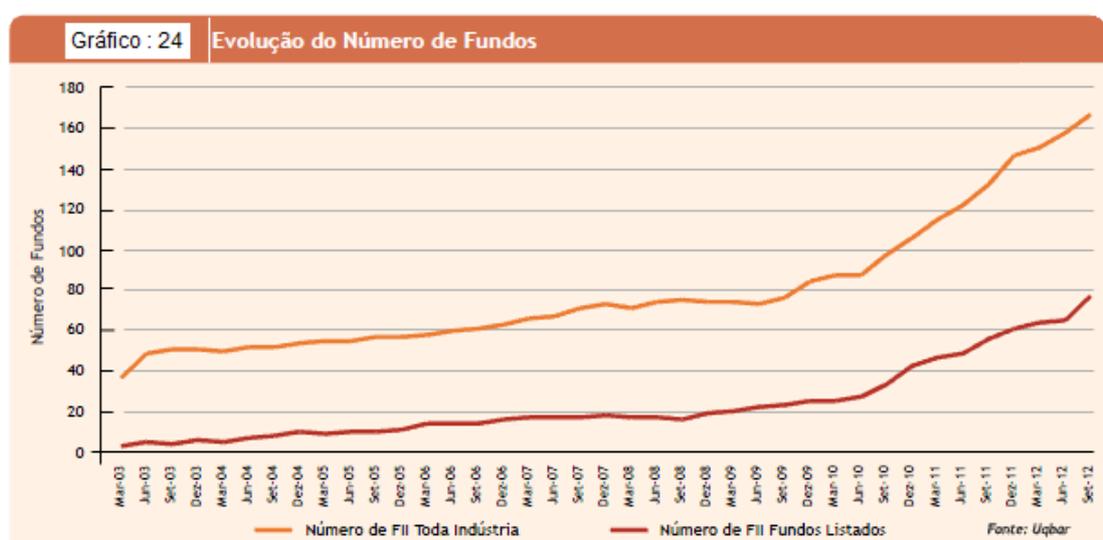
Dado os bons resultados da economia brasileira, a estabilidade do país e principalmente pelos bons fundamentos de nossa economia, não ficou caracterizada a existência de bolha, mas uma aceleração dos preços dado a grande oferta de crédito para financiamento de imóveis. Contudo, entramos em uma fase de acomodação de preços, ou seja, não elevação dos preços nos patamares verificados anterior, principalmente anteriores a 2008 (crise EUA), fato este observado nos últimos dois anos, não se caracterizando a formação de bolha no mercado imobiliário brasileiro.

Um dos fatores que também contribuiu para essa acomodação de preços foi à redução da oferta de crédito fácil ou a “restrição” ao crédito, resultando em um processo mais criterioso utilizado pelos bancos para as aprovações ou concessões de novos financiamentos. A maior parte das instituições bancárias e das construtoras está analisando a capacidade financeira e de pagamento dos clientes, antes de aprovar ou conceder novos financiamentos, principalmente aqueles de longo prazo.

8.3. CRECIMENTO E RENTABILIDADE OBTIDA PARA OS FII'S NOS ÚLTIMOS ANOS

O tamanho do mercado de FII vem apresentando, nos últimos três anos, um crescimento a um ritmo mais elevado, sendo verificado para esse mesmo período o aumento maior para o grupo de fundos listados em bolsa.

Segue gráfico que representa a evolução do número de Fundos de 2003 a 2012, onde podemos constatar a afirmação realizada acima:



Para auxiliar o entendimento da evolução ocorridas no último ano, segue abaixo, o volume de fundos ofertados segundo à CVM, com suas respectivas datas de registro:

Pipeline de Ofertas - CVM				
Ofertas Registradas	Volume (R\$M)	Coordenador Líder	Data de Registro	Follow-On
CSHG GR LOUVEIRA FII	107.353	CSHG	10/01/2013	NÃO
SANTANDER RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS FII	50.000	SANTANDER	15/02/2013	NÃO
LATERES FII	150.000	BNY MELLON	26/02/2013	NÃO
SP DOWNTOWN FII	179.800	PLURAL	26/02/2013	NÃO
FII VOTORANTIM SECURITIES II	1.200.000	VOTORANTIM ASSET	28/02/2013	NÃO
SANTANDER AGÊNCIAS FII	354.750	SANTANDER	05/03/013	SIM
VOLUME TOTAL EM ANÁLISE	2.041.903			
Ofertas em Análise	Volume (R\$M)	Coordenador Líder	Data de Registro	Follow-On
FII BR MALLS PARTICIPAÇÕES SHOPPINGS	136.068	BTG PACTUAL	28/09/2012	NÃO
CRI CAIXA RB CAPITAL FII	150.000	CAIXA ECONÔMICA FEDERAL	02/10/2012	NÃO
FII DDD 31	187.000	BTG PACTUAL	02/10/2012	NÃO
RB CAPITAL DESEV. RESIDENCIAL IV FII	150.000	RB CAPITAL	08/10/2012	NÃO
JPP CAPITAL FII	55.000	PETRA PERSONAL	16/11/2012	NÃO
VIC MALLS E SHOPPINGS FII	75.000	GRADUAL INVESTIMENTOS	21/11/2012	NÃO
GÁVEA FII	200.000	GÁVEA	05/12/2012	NÃO
CIBRASEC CRÉDITOS SECURITIZADOS FII	50.000	GRADUAL	14/12/2012	NÃO
FII BRASIL PLURAL ABSOLUTO FUNDO DE FUNDOS	200.000	PLURAL	21/12/2012	NÃO
FII TB OFFICE	1.005.000	BTG PACTUAL	28/12/2012	NÃO
JHSF RIO BRAVO FAZENDA BOA VISTA	400.000	RIO BRAVO	16/01/2013	NÃO
FATOR IFIX FII	100.000	BANCO FATOR	01/02/2013	NÃO
FII GENERAL SHOPPING ATIVO E RENDA	200.000	SANTANDER	08/02/2013	NÃO
JS REAL ESTATE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS FII	201.000	J. SAFRA	14/02/2013	SIM
FII RB CAPITAL CRI I	100.000	RB CAPITAL	27/02/2013	NÃO
FII TRX VAREJO	150.000	BRANCO BBI	28/02/2013	NÃO
VOLUME TOTAL EM ANÁLISE	3.359.068			

Fonte: XP Investimentos - Relatório Semanal de Fundos Imobiliários 01/03/2013 a 08/03/2013.

8.4. FII's - PERSPECTIVAS PARA OS PRÓXIMOS ANOS NO BRASIL

Ainda restrito ao segmento de investidores de mais alta renda, esperamos que o maior volume ofertado pelos FII's ganha penetração no segmento dos investidores de varejo, de forma a contribuir para a formação de uma base ampla e consistente de cotistas para os próximos anos.

Com o crescimento do mercado de FII, isso significará maior liquidez, que é o requisito essencial para a entrada do investidor institucional (empresas seguradoras e fundos de pensão) e aumento das negociações diárias na bolsa.

Os investimentos Imobiliários necessitam geralmente de grandes volumes investidos e das inúmeras opções e lançamentos efetuados diariamente pelo mercado brasileiro. A criação de maior liquidez a esse mercado pode gerar o crescimento do setor de construção civil e conseqüentemente a evolução da indústria de Fundos Imobiliários no Brasil e da própria indústria imobiliária com financiamento privado para movimentar o mercado.

Conforme verificado acima, a indústria de Fundos Imobiliários no Brasil é uma indústria recente, e com boas perspectivas de crescimento, Hoje o volume de lançamentos é infinitamente inferior ao de outros fundos de investimento e são mais insignificantes ainda se comparados com os seus similares nos Estados Unidos, onde a indústria já se encontra totalmente desenvolvida.

A CVM deverá fiscalizar alguns fundos mais de perto, pois alguns fundos não informam os riscos envolvidos nesse tipo de aplicação. O desempenho das cotas não chega a tão volátil como a Bolsa, mas guarda um risco pouco conhecido para o investidor pessoa física, o da indústria imobiliária.

O objetivo é tornar a aplicação mais transparente para o pequeno investidor, explicitando os diversos riscos e restringir a alavancagem (tomada de empréstimo), sendo tal procedimento liberado apenas a determinados fundos de perfil mais agressivo.

8.5. PONTOS A SEREM OBSERVADOS PARA FOMENTAR O MERCADO DE FII'S

O crescimento e diversificação dos fundos imobiliários também têm levado ao surgimento de oportunidades para as próprias construtoras/incorporadoras. Algumas já começaram a desenvolver empreendimentos voltados para FII, já são vendidos por meio de bancos e corretoras. Isso porque após passada a fase de construção as incorporadoras passam a prestar o serviço de consultoria imobiliária, ou seja, de gestão do imóvel e da locação.

É necessário entender realmente quais as regras do fundo escolhido, o tipo de imóvel objeto do fundo e a perspectiva de ganhos e rendimentos com o recebimento da locação dos imóveis ou venda das unidades. Isso porque em alguns fundos, quando são lançados, garantem rentabilidade por um determinado período para seus cotistas, mesmo para empreendimento que ainda encontram-se na fase de construção.

Tal possibilidade pode ocorrer principalmente para os fundos classificados como em desenvolvimento, pois os projetos podem ter atrasos não previstos

quando de sua estruturação, fator este que poderá prejudicar o rendimento futuro e programado para o Fundo. Outra possibilidade é a vacância não programada para os imóveis destinados à renda, pois sua desocupação também poderá trazer surpresas ao investidor desavisado, com a redução de sua rentabilidade.

A CVM não estabeleceu critérios mínimos de informação para o investidor pessoa física, ação esta que seria de fundamental importância para os novos investidores, com vistas a assegurar a evolução da indústria de Fundos no país.

A tendência natural dos fundos, pelos volumes de negociações já obtidos, também deverá ser de concentração ainda maior em cada Fundo. Com isso, teremos um volume maior de patrimônio líquido por Fundo, um número maior de investidores, por Fundo e uma redução no número total de Fundos da indústria. O crescimento natural e recente da indústria provocará tal movimentação dados os ganhos de escala, para fundos já constituídos.

8.6. INSTRUMENTOS PARA ELEVAR O NÚMERO DE INVESTIDORES PESSOA FÍSICA NOS FII'S

Atualmente a aplicação em poupança ainda é o principal concorrente para os Fundo de Investimentos Imobiliário, isso porque, ao longo do ano de 2012 e em 2013 a Poupança vem batendo recordes atrás de recordes de volumes de depósitos mensais na caderneta de poupança.

A redução da remuneração da taxa de juros da poupança de 6% a.a. para o percentual de 70% da taxa Selic sempre que esta ficar em até 8,5% a.a. ou abaixo disso ao ano. O ganho do poupador fica menor, se a Selic ficar próxima a 8%, pois a remuneração da poupança será de 5,6%, inferior à remuneração existente anteriormente (6% a.a. + a variação da TR - Taxa Referencial).

Com isso, a recente retomada do crescimento da taxa de juros do Governo, pode proporcionar uma rentabilidade maior e conseqüentemente, reduzir a possibilidade de novos investidores. Ressaltando, ainda, que as aplicações na

poupança também possuem isenção de impostos de renda, caso sejam atendidos o tempo mínimo de aplicação e possuem liquidez imediata. Argumentos fortes para os investidores mais conservadores.

Contudo, os rendimentos atingidos com os Fundos e o aumento da liquidez das cotas dado o crescimento das negociações diárias em bolsa, proporcionarão ao investidor uma alternativa rentável para suas aplicações.

A criação de novos incentivos tributários à indústria de Fundos de Investimento Imobiliário, como ocorrido em 2005 (Lei nº 11.196/05), pode incentivar um maior número de investidores, fortalecendo ainda mais esse tipo de investimento.

9. CONCLUSÃO

Como o investimento em bens imóveis normalmente envolve alto valor de aplicação, poucos são os investidores que possuem recursos suficientes para aplicar diretamente em empreendimentos dessa natureza. Esse foi um dos principais fatores que estimulou o surgimento no mercado de fundo de investimento imobiliário.

A nova forma de investimento, os Fundos de Investimento Imobiliário, veio viabilizar o acesso de pequenos e médios investidores aos investimentos imobiliários. Os fundos passaram a reunir os recursos captados e investir em um ou mais empreendimentos imobiliários, que compõem sua carteira.

Trata-se, assim, de investimento imobiliário envolvendo recursos captados via mercado de valores mobiliários, portanto, os atos praticados por proprietários e empreendedores passaram a ser mais controlados, e submetidos à análise de especialistas e investidores, bem como de órgãos reguladores do mercado financeiro (CVM).

Por isso, o crescimento desse mercado e as informações da indústria de Fundos tornam-se cada vez mais acessíveis e transparentes. Como consequência, a tendência natural é o aumento do índice de credibilidade e confiança nas operações realizadas no mercado imobiliário.

Com a utilização dos Fundos de Investimentos Imobiliários vantagens associadas a esse tipo de investimento, como: i) Acesso rápido ao mercado imobiliário; ii) Ganhos de Escala; iii) Diversificação; iv) Simplificação e v) Possibilidade de fracionar o investimento, atraem a cada dia um número maior de investidores, fato esse que já possibilitou a participação de mais de 100 mil investidores.

A tendência natural é que os Fundos de Investimentos Imobiliários possam ser uma ótima oportunidade de investimento para o aplicador/poupador, como investimento de longo prazo e que possa proporcionar redução de risco e

aumento da liquidez dos ativos imobiliários, corrigindo desta forma uma das grandes dificuldades encontrada no mercado imobiliário brasileiro, a de encontrar compradores para ativos com grande valor agregado.

Com a redução das taxas de juros no longo prazo e a necessidade de alternativas de investimento que proporcionem bom ganhos aos investidores em geral a perspectiva de crescimento dos FII's tende a ser maior a cada ano. Isso permitirá um volume de negociações a serem realizadas diariamente, de forma a refletir na precificação diária dos ativos, como ocorre no mercado de ações, negociadas na BM&FBOVESPA, mesmo ambiente onde são negociadas as cotas dos FII's. Tal evolução nos permitirá a precificação diária dos ativos com lastro imobiliário, procedimento essencial para a real avaliação dos fundos e crescimento da indústria.

ANEXO – I

Qtde.	Código	Nome do Ativo	CNPJ	Cota	Quantidade de Cotas	Patrimônio Líquido
1	AEFI11	AESAPAR FII	13.873.457/0001-52	96,1918	752.500	R\$ 72.384.353,58
2	AFSS11	AF INVEST SÃO SEBASTIÃO FII	12.877.873/0001-66	977,5134	116.130	R\$ 113.518.626,08
3	AGCX11	AGÊNCIAS CAIXA FII	15.576.907/0001-70	957,6368	405.000	R\$ 387.842.906,65
4	Não possui	AMETISTA FII	14.788.458/0001-61	97,1336	418.000	R\$ 40.601.824,44
5	ANCR11B	ANCAR IC FII	07.789.135/0001-27	1407,6527	436.317	R\$ 614.182.793,27
6	FAED11B	ANHANGUERA EDUCACIONAL FII	11.179.118/0001-45	138,5585	518.007	R\$ 71.774.293,17
7	AQLL11B	AQUILLA FII	13.555.918/0001-49	1458,8752	69.895	R\$ 101.968.080,75
8	Não possui	AQUILLA RENDA FII	14.069.202/0001-02	1226,1694	17.166	R\$ 21.048.425,53
9	Não possui	ARAUCÁRIAS FII	08.729.952/0001-52	1369,2378	10.000	R\$ 13.692.378,24
10	Não possui	ARENA FII	14.149.745/0001-21	0,9947	436.779.011	R\$ 434.469.166,88
11	Não possui	ÁTICO RENDA FII	14.631.148/0001-39	1,0139	38.279.249	R\$ 38.812.629,90
12	Não possui	ATRIUM NAÇÕES UNIDAS FII	12.401.858/0001-47	90257,4064	1.000	R\$ 90.257.406,39
13	Não possui	BANCO DO NORDESTE AGÊNCIAS FII	16.826.822/0001-66	83,1291	20.000	R\$ 1.662.582,87
14	BNFS11	BANRISUL NOVAS FRONTEIRAS FII	15.570.431/0001-60	96,8257	700.000	R\$ 67.778.045,27
15	BBFI11B	BB PROGRESSIVO FII	07.000.400/0001-46	4118,9647	130.000	R\$ 535.465.412,48
16	BBPO11	BB PROGRESSIVO II FII	14.410.722/0001-29	100,2874	15.919.690	R\$ 1.596.544.722,63
17	BBRC11	BB RENDA CORPORATIVA FII	12.681.340/0001-04	96,5557	1.590.000	R\$ 153.523.613,11
18	RNDP11	BB RENDA DE PAPÉIS IMOBILIÁRIOS FII	15.394.563/0001-89	979,6993	107.481	R\$ 105.299.061,48
19	BBVJ11	BB VOTORANTIM JHSF CIDADE JARDIM CONTINENTAL TOWER FII	10.347.985/0001-80	102,9756	2.710.000	R\$ 279.063.928,74
20	BMLC11B	BM BRASCAN LAJES CORPORATIVAS FII	14.376.247/0001-11	140,8661	998.405	R\$ 140.641.420,02
21	EDGA11B	BM EDIFÍCIO GALERIA FII	15.333.306/0001-37	97,5781	3.812.055	R\$ 371.973.127,55
22	Não possui	BRASIL MULTI SHOPPING CENTERS FII	17.161.979/0001-82	2,9643	310	R\$ 918,92
23	Não possui	BRASÍLIA PARKING FII	08.623.656/0001-72	98,7170	301.000	R\$ 29.713.814,26
24	BMII11	BRASILIO MACHADO FII	02.027.437/0001-44	583,6279	140.000	R\$ 81.707.906,99
25	Não possui	BROOKFIELD TOWERS FII	12.479.709/0001-09	0,7487	174.798	R\$ 130.886,63
26	Não possui	BRPR 68 DESENVOLVIMENTO II FII	12.323.987/0001-64	1195,6804	538.987	R\$ 644.456.200,99
27	BRCR11	BTG PACTUAL CORPORATE OFFICE FUND FII	08.924.783/0001-01	164,3985	19.224.537	R\$ 3.160.484.292,09
28	FEXC11B	BTG PACTUAL FUNDO DE CRI FII	09.552.812/0001-14	103,0120	1.461.280	R\$ 150.529.432,52
29	BCFF11B	BTG PACTUAL FUNDO DE FUNDOS FII	11.026.627/0001-38	103,7933	2.123.862	R\$ 220.442.646,75
30	WARE11	BTG PACTUAL MALLS FII	12.324.242/0001-10	1108,1870	29.810	R\$ 33.035.055,75
31	Não possui	BTG PACTUAL RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS FII	11.721.034/0001-91	0,0100	1	R\$ 0,01
32	Não possui	BTG PACTUAL RENDA II FII	12.292.055/0001-00	0,0100	1	R\$ 0,01
33	Não possui	BTG PACTUAL RENDA III FII	12.303.339/0001-46	997,0364	220.360	R\$ 219.706.935,00
34	Não possui	BÚSSOLA FII	13.083.342/0001-64	1000,0000	10	R\$ 10.000,00
35	CXCE11B	CAIXA CEDAE FII	10.991.914/0001-15	2243,3756	68.518	R\$ 153.711.609,67
36	Não possui	CAIXA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO FII	13.020.465/0001-56	978904,9500	298	R\$ 291.713.675,10
37	Não possui	CAIXA INCORPORAÇÃO FII	12.969.125/0001-03	1017726,0900	150	R\$ 152.658.913,50
38	CXTL11	CAIXA TRX LOGÍSTICA RENDA FII	12.887.506/0001-43	1156,8600	53.597	R\$ 62.004.227,33
39	FCFL11B	CAMPUS FARIA LIMA FII	11.602.654/0001-01	1423,9981	167.000	R\$ 237.807.680,00
40	Não possui	CASTELLO BRANCO OFFICE PARK FII	17.144.039/0001-85	1003,7217	141.500	R\$ 142.026.627,07
41	CNES11B	CENESP FII	13.551.286/0001-45	121,0682	1.958.330	R\$ 237.091.416,50
42	CTXT11	CENTRO TEXTIL INTERNACIONAL FII	00.762.723/0001-28	2,1815	36.319.906	R\$ 79.232.463,24
43	CEOC11B	CEO CYRELA COMMERCIAL PROPERTIES FII	15.799.397/0001-09	96,9072	1.593.559	R\$ 154.427.316,34
44	Não possui	CIBRASEC CRÉDITO IMOBILIÁRIO FII	13.464.208/0001-03	773,9940	46.135	R\$ 35.708.214,05
45	Não possui	CLARITAS LOGÍSTICA I FII	97.521.194/0001-02	10306,7443	8.063	R\$ 83.103.279,08
46	Não possui	COMERCIAL PROGRESSIVO II FII	08.098.114/0001-28	148,6779	2.976.700	R\$ 442.569.530,09
47	Não possui	COMPREV FII	11.701.400/0001-40	0,9883	12.243.472	R\$ 12.100.654,16

Qtde.	Código	Nome do Ativo	CNPJ	Cota	Quantidade de Cotas	Patrimônio Líquido
48	FLMA11	CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA FII	04.141.645/0001-03	2,6387	69.033.500	R\$ 182.158.962,83
49	Não possui	CR2 LARANJEIRAS FII	04.899.981/0001-01	3,3167	44.720	R\$ 148.321,61
50	Não possui	CR2 RJZ II FII	03.975.835/0001-55	3,8166	38.400	R\$ 146.558,04
51	Não possui	CRISTAL FII	14.788.492/0001-36	97,4668	5.000	R\$ 487.334,19
52	HGBS11	CSHG BRASIL SHOPPING FII	08.431.747/0001-06	2033,8586	535.036	R\$ 1.088.187.580,94
53	CSHP11B	CSHG DESENVOLVIMENTO DE SHOPPINGS POPULARES FII	12.809.972/0001-00	1063,8848	129.760	R\$ 138.049.690,78
54	GRLV11	CSHG GR LOUVEIRA FII	17.143.998/0001-86	851,9525	28.328	R\$ 24.134.111,14
55	HGJH11	CSHG JHSF PRIME OFFICES FII	11.260.134/0001-68	1144,2200	165.000	R\$ 188.796.306,07
56	HGLG11	CSHG LOGÍSTICA FII	11.728.688/0001-47	1316,1035	340.100	R\$ 447.606.804,92
57	HGRE11	CSHG REAL ESTATE FII	09.072.017/0001-29	1694,5223	723.832	R\$ 1.226.549.491,27
58	HGCR11	CSHG RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS BC FII	11.160.521/0001-22	1036,0996	104.709	R\$ 108.488.957,24
59	THRA11B	CYRELA THERA CORPORATE FII	13.966.653/0001-71	104,0115	1.368.247	R\$ 142.313.410,00
60	DOVL11B	DOVEL FII	10.522.648/0001-81	2316,1093	55.100	R\$ 127.617.621,40
61	FAMB11B	EDIFÍCIO ALMIRANTE BARROSO FII	05.562.312/0001-02	2722,7261	104.800	R\$ 285.341.690,81
62	FCAS11	EDIFÍCIO CASTELO FII	10.993.386/0001-33	154,0521	1.327.300	R\$ 204.473.365,92
63	EDFO11B	EDIFÍCIO OURINVEST FII	06.175.262/0001-73	175,9995	236.000	R\$ 41.535.903,75
64	Não possui	ELDORADO FII	13.022.994/0001-99	1014,7109	769.708	R\$ 781.031.078,17
65	Não possui	ESMERALDA FII	14.788.476/0001-43	97,4663	5.000	R\$ 487.331,56
66	Não possui	ESTRUTURA II FII	14.365.190/0001-55	1164,1012	50.750	R\$ 59.078.136,05
67	EURO11	EUROPAR FII	05.437.916/0001-27	203,5467	355.000	R\$ 72.259.066,00
68	Não possui	EXITUS FII	12.358.507/0001-09	1144,6206	400.235	R\$ 458.117.240,13
69	VRTA11	FATOR VERITA FII	11.664.201/0001-00	112,2549	876.375	R\$ 98.377.431,26
70	Não possui	FCM FII	08.417.532/0001-30	-241,4640	46.971	-R\$ 11.341.803,53
71	Não possui	FIDELIDADE FII	11.241.018/0001-00	73861,4563	320	R\$ 23.635.666,02
72	FLRP11B	FLORIPA SHOPPING FII	10.375.382/0001-91	1163,6671	48.000	R\$ 55.856.019,50
73	Não possui	FORTALEZA FII	01.601.918/0001-59	147,5142	500.000	R\$ 73.757.080,50
74	Não possui	FORTIORI FII	13.342.919/0001-05	1000,0000	16	R\$ 16.000,00
75	Não possui	FP F ANDROMEDA FII	04.782.236/0001-88	175,7740	2.015.484	R\$ 354.269.642,91
76	Não possui	GEO GUARARAPES FII	01.964.775/0001-40	0,0681	12.593.000	R\$ 857.939,70
77	Não possui	GOLDEN FII	17.282.011/0001-04	1000,1024	139.999	R\$ 140.013.341,33
78	Não possui	GOLDEN TULIP BELO HORIZONTE FII	15.461.076/0001-91	100,5973	1.045.000	R\$ 105.124.183,52
79	ABCP11	GRAND PLAZA SHOPPING FII	01.201.140/0001-90	9,2075	61.019.165	R\$ 561.833.372,99
80	Não possui	GRE PREMIUM PROPERTIES FII	17.489.157/0001-25	96,7077	600.000	R\$ 58.024.649,59
81	GWIC11	GW CONDOMÍNIOS LOGÍSTICOS FII	11.091.198/0001-82	138,1767	730.000	R\$ 100.868.964,15
82	GWIR11	GW RENDA IMOBILIÁRIA FII	14.733.211/0001-48	291,3940	382.017	R\$ 111.317.480,43
83	Não possui	HERMES FII	00.868.235/0001-08	1585,3738	54.316	R\$ 86.111.164,83
84	HCRI11B	HOSPITAL DA CRIANÇA FII	04.066.582/0001-60	250,1506	200.000	R\$ 50.030.120,00
85	NSLU11B	HOSPITAL NOSSA SENHORA DE LOURDES FII	08.014.513/0001-63	158,7387	1.144.800	R\$ 181.724.098,35
86	HTMX11B	HOTEL MAXINVEST FII	08.706.065/0001-69	259,4300	714.516	R\$ 185.366.870,26
87	Não possui	INCA II FII	11.381.721/0001-05	210,0000	200.000	R\$ 42.000.000,00
88	FIIB11	INDUSTRIAL DO BRASIL FII	14.217.108/0001-45	321,8891	664.516	R\$ 213.900.441,06
89	Não possui	JHSF CATARINA CORPORATE BERLIM FII	17.211.882/0001-37	990,7880	5.000	R\$ 4.953.940,14
90	Não possui	JHSF CATARINA CORPORATE FII	14.609.653/0001-87	997,3604	46.152	R\$ 46.030.178,04
91	Não possui	JPP FII	11.268.335/0001-01	1120575,8400	52	R\$ 58.269.943,68
92	JSRE11	JS REAL ESTATE MULTIGESTÃO FII	13.371.132/0001-71	1140,4376	419.406	R\$ 478.306.394,41
93	BJRC11	JS REAL ESTATE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS FII	17.002.316/0001-15	977,6843	142.967	R\$ 139.776.601,11
94	JSIM11	JS REAL ESTATE RENDA IMOBILIÁRIA FII	13.842.733/0001-15	978,6026	91.426	R\$ 89.469.726,68
95	KNRE11	KINEA II REAL ESTATE EQUITY FII	14.423.780/0001-97	0,9278	44.774.302	R\$ 41.541.003,57
96	KNRI11	KINEA RENDA IMOBILIÁRIA FII	12.005.956/0001-65	1301,6462	1.172.200	R\$ 1.525.789.641,52
97	KNCR11	KINEA RENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS FII	16.706.958/0001-32	988,8960	270.000	R\$ 267.001.914,66

Qtde.	Código	Nome do Ativo	CNPJ	Cota	Quantidade de Cotas	Patrimônio Líquido
98	Não possui	LAGRA FII	01.356.517/0001-80	2409,1086	56.701	R\$ 136.598.867,77
99	Não possui	LOGINVEST INDUSTRIAL FII	02.508.235/0001-14	4179,9639	17.100	R\$ 71.477.382,81
100	MSHP11	MAIS SHOPPING LARGO 13 FII	11.697.585/0001-67	804,9100	90.840	R\$ 73.118.024,40
101	Não possui	MANHATTAN FII	01.520.938/0001-03	46,6032	106.700	R\$ 4.972.559,46
102	MAXR11B	MAX RETAIL FII	11.274.415/0001-70	1769,7868	59.245	R\$ 104.851.019,55
103	MXRF11	MAXI RENDA FII	97.521.225/0001-25	108,0246	2.299.705	R\$ 248.424.940,41
104	MXRC11	MÁXIMA RENDA CORPORATIVA FII	13.584.584/0001-31	98,6282	415.700	R\$ 40.999.755,25
105	FMOF11	MEMORIAL OFFICE FII	01.633.741/0001-72	144,7075	508.008	R\$ 73.512.585,37
106	MBRF11	MERCANTIL DO BRASIL FII	13.500.306/0001-59	1522,8212	101.664	R\$ 154.816.098,16
107	Não possui	MÉRITO DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO I FII	16.915.968/0001-88	99,9157	57.000	R\$ 5.695.195,37
108	Não possui	MISTRAL FII	01.497.954/0001-14	10,5331	8.703.994	R\$ 91.679.787,00
109	MSLF11B	MSL 13 FII	12.820.365/0001-41	809,4650	107.152	R\$ 86.735.795,21
110	DRIT11B	MULTIGESTAO RENDA COMERCIAL FII	10.456.810/0001-00	125,7111	463.277	R\$ 58.239.081,78
111	Não possui	NOVA MORADA FII	03.507.179/0001-66	45,9548	66.100	R\$ 3.037.615,24
112	Não possui	ÔNIX FII	11.196.098/0001-10	11,6814	5.000	R\$ 58.407,20
113	FTCE11B	OPPORTUNITY FII	01.235.622/0001-61	3468,8316	588.223	R\$ 2.040.446.502,19
114	PABY11	PANAMBY FII	00.613.094/0001-74	413,5851	758.400	R\$ 313.662.919,03
115	PQDP11	PARQUE DOM PEDRO SHOPPING CENTER FII	10.869.155/0001-12	1643,4679	238.477	R\$ 391.929.292,08
116	Não possui	PÁTEO MOINHOS DE VENTO FII	01.636.325/0001-28	645,1156	233.608	R\$ 150.704.172,27
117	Não possui	PATRIMONIAL II FII	08.960.078/0001-60	-7682,4708	100	-R\$ 768.247,08
118	Não possui	PATRIMONIAL IV FII	09.150.967/0001-24	77,1731	52.077	R\$ 4.018.944,32
119	Não possui	PENINSULA FII	07.583.627/0001-61	4596,2895	224.952	R\$ 1.033.944.524,57
120	PRSN11B	PERSONALE I FII	14.056.001/0001-62	1,3820	51.699.979	R\$ 71.453.854,16
121	Não possui	PHORBIS FII	10.456.799/0001-89	10492,1657	27.514	R\$ 288.681.445,90
122	PLRI11	POLO RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS I FII	14.080.689/0001-16	101,1208	954.304	R\$ 96.500.041,18
123	PORD11	POLO RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS II FII	17.156.502/0001-09	100,1066	1.000.000	R\$ 100.106.659,57
124	Não possui	POLO TORP TERRENISTA FII	16.863.392/0001-52	99,5947	81.329	R\$ 8.099.940,31
125	Não possui	PORTO DA PONTA FII	14.155.461/0001-48	819,9613	3.000	R\$ 2.459.883,94
126	Não possui	PREMIER REALTY FII	08.610.522/0001-17	0,2738	738.455	R\$ 202.197,60
127	PRSV11	PRESIDENTE VARGAS FII	11.281.322/0001-72	1656,2500	195.000	R\$ 322.968.750,00
128	Não possui	PRIME PORTFÓLIO FII	10.427.246/0001-06	224,4595	3.130.000	R\$ 702.558.225,76
129	FPAB11	PROJETO ÁGUA BRANCA FII	03.251.720/0001-18	324,2305	750.000	R\$ 243.172.886,98
130	Não possui	PROPERTY FII	01.557.228/0001-40	11326,0735	54.000	R\$ 611.607.971,18
131	Não possui	PROPERTY INVEST FII	09.276.964/0001-31	134,6117	944.863	R\$ 127.189.652,95
132	RBAG11	RB CAPITAL AGRE FII	11.407.511/0001-49	95,0417	687.500	R\$ 65.341.190,35
133	Não possui	RB CAPITAL ANHANGUERA FII	12.978.943/0001-72	-4566,4048	100	-R\$ 456.640,48
134	RBDS11	RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL II FII	11.945.604/0001-27	1033,8253	126.523	R\$ 130.802.674,41
135	RBGS11	RB CAPITAL GENERAL SHOPPING SULACAP FII	13.652.006/0001-95	100,4568	1.078.000	R\$ 108.292.412,32
136	Não possui	RB CAPITAL PATRIMONIAL V FII	13.568.181/0001-07	-1158,3034	100	-R\$ 115.830,34
137	RBPR11	RB CAPITAL PRIME REALTY I FII	12.594.985/0001-00	51,8571	1.000.000	R\$ 51.857.057,05
138	RBPD11	RB CAPITAL PRIME REALTY II FII	14.286.825/0001-29	95,7038	800.000	R\$ 76.563.018,84
139	FIIP11B	RB CAPITAL RENDA I FII	08.696.175/0001-97	153,5475	927.162	R\$ 142.363.448,21
140	RBRD11	RB CAPITAL RENDA II FII	09.006.914/0001-34	77,6368	1.851.786	R\$ 143.766.728,74
141	Não possui	RB LOGÍSTICA FII	03.855.441/0001-63	-1,1581	117.127.515	-R\$ 135.650.788,47
142	Não possui	REAL MINAS FII	11.233.841/0001-65	143,0817	1.149.613	R\$ 164.488.570,20
143	Não possui	REGIÃO DO PORTO FII	12.927.767/0001-40	0,9648	213.589.405	R\$ 206.061.446,49
144	RDES11	RENDA DE ESCRITÓRIOS FII	14.793.782/0001-78	125,2329	742.000	R\$ 92.922.782,18
145	RCCS11	REP 1 CCS FII	11.314.984/0001-00	997,8457	10.000	R\$ 9.978.456,81
146	RBCB11	RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I FII	12.659.641/0001-31	943,0905	53.100	R\$ 50.078.103,63
147	RBOV11	RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO II FII	15.769.670/0001-44	97,4147	515.824	R\$ 50.248.825,61

Qtde.	Código	Nome do Ativo	CNPJ	Cota	Quantidade de Cotas	Patrimônio Líquido
148	FFCI11	RIO BRAVO RENDA CORPORATIVA FII	03.683.056/0001-86	1,8449	138.509.272	R\$ 255.540.082,94
149	RNGO11	RIO NEGRO FII	15.006.286/0001-90	87,7919	2.676.000	R\$ 234.931.239,47
150	Não possui	RODOBENS FII	07.352.632/0001-63	547,5105	40.000	R\$ 21.900.420,50
151	RSBU11B	RSB 1 FII	14.455.699/0001-99	1123,3937	159.457	R\$ 179.132.989,76
152	Não possui	RUBI FII	11.196.130/0001-68	6,6647	2.003.141	R\$ 13.350.279,02
153	Não possui	SABIÁ FII	12.323.955/0001-69	85,4039	16.995	R\$ 1.451.440,42
154	Não possui	SALUS FII	13.012.312/0001-67	20467,7350	100	R\$ 2.046.773,50
155	SAAG11	SANTANDER AGÊNCIAS FII	16.915.840/0001-14	96,8532	4.014.340	R\$ 388.801.580,60
156	STFI11	SANTANDER RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS FII	17.294.488/0001-00	10051,0479	5.000	R\$ 50.255.239,78
157	SFND11	SÃO FERNANDO FII	09.350.920/0001-04	94,8760	981.472	R\$ 93.118.178,54
158	Não possui	SB FII	17.198.500/0001-82	1021,5018	47.500	R\$ 48.521.336,06
159	Não possui	SC 401 FII	12.804.013/0001-00	240,2651	30.000	R\$ 7.207.952,27
160	SCPF11	SCP FII	01.657.856/0001-05	10,0900	4.200.000	R\$ 42.377.953,91
161	SDIL11	SDI LOGÍSTICA RIO FII	16.671.412/0001-93	94,6556	1.438.853	R\$ 136.195.544,39
162	JRDM11B	SHOPPING JARDIM SUL FII	14.879.856/0001-93	98,5366	2.223.060	R\$ 219.052.724,07
163	SHDP11B	SHOPPING PARQUE D PEDRO FII	07.224.019/0001-60	679,5607	1.629.280	R\$ 1.107.194.693,69
164	SHPH11	SHOPPING PÁTIO HIGIENOPOLIS FII	03.507.519/0001-59	586,1637	578.353	R\$ 339.009.521,60
165	WPLZ11B	SHOPPING WEST PLAZA FII	09.326.861/0001-39	100,6248	989.339	R\$ 99.552.023,24
166	Não possui	SONDA FII	13.726.079/0001-84	0,0100	1	R\$ 0,01
167	SPTW11	SP DOWNTOWN FII	15.538.445/0001-05			
168	Não possui	STARX FII	11.044.355/0001-07	7982,2533	5.463	R\$ 43.607.049,94
169	Não possui	TAG CORPORATE FII	12.810.070/0001-94	2363,3648	16.150	R\$ 38.168.343,03
170	Não possui	TAG GR IV FII	11.326.746/0001-06	7856,3981	17.450	R\$ 137.094.147,09
171	Não possui	TAG OAR FII	12.811.222/0001-73	1137,5174	59.407	R\$ 67.576.494,81
172	Não possui	TAG SUCCESS FII	15.348.117/0001-38	2793,5146	1.000	R\$ 2.793.514,69
173	Não possui	TAG TREVISÓ FII	13.703.596/0001-38	780,6524	1.000	R\$ 780.652,46
174	Não possui	TERRA FII	13.320.290/0001-00	862,7900	25.087	R\$ 21.644.812,73
175	ONEF11	THE ONE FII	12.948.291/0001-23	1136,4151	91.100	R\$ 103.527.411,13
176	Não possui	TOP CENTER FII	11.769.604/0001-13	132,3800	600.000	R\$ 79.427.995,44
177	ALMI11B	TORRE ALMIRANTE FII	07.122.725/0001-00	3216,0651	104.700	R\$ 336.722.013,33
178	TRNT11B	TORRE NORTE FII	04.722.883/0001-02	190,3132	3.935.562	R\$ 748.989.363,92
179	XTED11	TRX EDIFÍCIOS CORPORATIVOS FII	15.006.267/0001-63	94,0483	1.467.000	R\$ 137.968.845,83
180	TRXL11	TRX REALTY LOGÍSTICA RENDA I FII	11.839.593/0001-09	112,0441	1.591.357	R\$ 178.302.219,18
181	Não possui	URBANIZAÇÃO I FII	15.592.630/0001-70	105,9714	149.889	R\$ 15.883.952,37
182	FVBI11B	VBI FL 4440 FII	13.022.993/0001-44	106,4557	2.150.000	R\$ 228.879.655,60
183	Não possui	VC PHOENIX FII	16.854.197/0001-66	999,5979	40.449	R\$ 40.432.736,01
184	Não possui	VENTURA II-A FII	12.093.377/0001-11	1671,0046	692.600	R\$ 1.157.337.853,68
185	Não possui	VEREDA FII	08.693.497/0001-82	240,0925	550.084	R\$ 132.071.064,74
186	FVPQ11	VIA PARQUE SHOPPING FII	00.332.266/0001-31	226,0915	2.120.589	R\$ 479.447.125,61
187	VLLO11	VILA OLIMPIA CORPORATE FII	15.296.696/0001-12	96,4517	1.784.828	R\$ 172.149.744,66
188	Não possui	VILLE DE FRANCE FII	01.434.479/0001-37	-121,8231	1.200	-R\$ 146.187,77
189	Não possui	VOTORANTIM POLO SHOPPING INDAIATUBA FII	14.721.889/0001-00	0,9570	78.491.966	R\$ 75.118.300,53
190	Não possui	VOTORANTIM SECURITIES FII	10.347.505/0001-80	1029,9083	605.142	R\$ 623.240.746,63
191	Não possui	VOTORANTIM SECURITIES II FII	10.348.185/0001-83	1004,0398	99.999	R\$ 100.402.983,43
192	Não possui	VOTORANTIM SECURITIES III FII	14.422.044/0001-14	1000,2141	814.320	R\$ 814.494.371,82
193	WMRB11B	WM RB CAPITAL FII	12.834.763/0001-17	1056,0409	66.085	R\$ 69.788.464,56
194	Não possui	XP BRIGHTON DESENVOLVIMENTO DE AGÊNCIAS FII	17.021.244/0001-53	768,4381	7.500	R\$ 5.763.285,50
195	XPCM11	XP CORPORATE MACAÉ FII	16.802.320/0001-03	94,3641	2.414.570	R\$ 227.848.607,19
196	XPGA11	XP GAIA LOTE I FII	13.811.400/0001-29	99,3165	1.050.973	R\$ 104.378.960,43
					TOTAL	R\$ 40.739.802.154,36

Os valores exibidos estão em Real (BRL).

Fonte: Quantum Axis. (Data base: 28/03/2013)

10. Referências Bibliográficas

AMATO, Fernando Bontorim. **Implantação de empreendimentos de base imobiliária por meio de fundos de investimento imobiliário: critérios de governança dos recursos financeiros para mitigação de riscos capaz de potencializar a captação de investimentos privados com característica de poupança**. São Paulo, 231 p. Tese (Doutorado em Engenharia) Universidade de São Paulo, 2009.

BELLEZA, Sérgio D. O. Filho. **Aula anual sobre Fundos Imobiliários**, FAAP - Curso Técnico em Transações Imobiliárias, São Paulo, 1998.

BELLEZA FILHO, Sérgio. **Fundos de investimento imobiliário**. São Paulo: Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br>> Acesso em abril/2013.

BELLEZA, Sérgio D. O. Filho. **Painel de Discussão, Aplicação do FII (Fundo de Investimento Imobiliário) como forma de viabilizar empreendimentos imobiliários de grande porte**, IBC – *International Business Communications*, São Paulo, março de 2002.

BRANCO, Carlos Eduardo Castelo; MONTEIRO, Eliane de Mello Alves Rebouças. **Um estudo sobre a indústria de fundos de investimentos imobiliários no Brasil**. Revista do BNDES, V.10, Nº. 20, Rio de Janeiro, dezembro/2003, p. 261-296.

BONTORIM, Amato Fernando. **Implantação de empreendimentos de base imobiliária por meio de fundos de investimento imobiliário: critérios de governança dos recursos financeiros para mitigação de riscos capaz de potencializar a captação de investimentos privados com característica de poupança**. São Paulo, 2009, 217p. Tese (Doutorado) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica.

CAMPELO Aloísio; BRAZ André; PEREIRA, Gabrie Barros Lia Valls; QUADROS, Rodrigo Leandro de Moura Salomão, **Intensifica-se a Desaceleração da Economia** - Boletim Macro IBRE - Instituto Brasileiro de Economia, Agosto de 2011.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo**; 5ª reimpressão. Rio de Janeiro: Editora Qualitymark, 2003.

ECKERT, J. **Europe's REIT regime**. *Urba Land*, Washington, v. 63, n.07, p. 88-89, jul. 2004.

FORLIN, Gabriela. **Fundos de Investimento Imobiliário movimentaram R\$ 4,89 bi**, revista isto é dinheiro, on line, *Economia*, São Paulo, Julho/2013, http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/124907_FUNDOS+DE+INVESTIMENTO+IMOBILIARIO+MOVIMENTARAM+R+489+BI , Acesso em julho/2013.

_____. Instrução Comissão de Valores Mobiliários - CVM nº 205 de 14 de janeiro de 1994.

_____. Instrução Comissão de Valores Mobiliários - CVM nº 206 de 14 de janeiro de 1994 - Normas Contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos FII.

_____. Instrução Comissão de Valores Mobiliários – CVM nº 389 que altera o Art. 27 Inst. nº205.

_____. Instrução Comissão de Valores Mobiliários - CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

_____. Instrução Comissão de Valores Mobiliários - CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário.

_____. Instrução Comissão de Valores Mobiliários - CVM nº 516, de 29 de dezembro 2011. Critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos, assim como o reconhecimento de receitas, apropriação de despesas e evidenciação das demonstrações financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII.

_____. Lei Ordinária nº 8.668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências.

_____. Lei Ordinária Lei n.º 9.779, de 19 de janeiro de 1999 Dou de 20/01/99, pág. 1/3.

_____. Lei Ordinária Lei n.º 11.033. de 22 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; altera a Lei 8.383, de 30 de dezembro de 1991.

_____. Lei Ordinária nº 11.196, de 22 de novembro de 2005. Institui o Regime Especial de Tributação.

LIBERATO, Denísio, **Existe Bolha no Mercado Imobiliário Brasileiro?** Comentário Econômico, Abril/2011 - Banco do Brasil S.A. - Unidade Private Bank

MARTINEZ, Sergio Eduardo, **ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA DE IMÓVEIS**. Norton Editor – Porto Alegre, 2006, p. 45.

MIELE, Sávio Augusto de Freitas. **O movimento da economia financeira na dinâmica imobiliária de São Paulo**. São Paulo: São Paulo: Editora FFLCH, 1ª edição, 2008, p. 49-85.

MULLER, Alexandre; VALLE, Bernardo; MILMAN, Marcello e CAMBAUVA, Gustavo, **Entendendo os Fundos de Investimento Imobiliário - Produtos Estruturados - Fixed Income Research**, Banco BTG Pactual S.A., Brasil, Setembro 2012, 22 p.

PASQUANTONIO, Romeu , **Fundos imobiliários começam a ganhar liquidez e transparência**, Jornal o Globo, Economia/Rio, 18 de agosto de 2003.

PERRICONE, Sheila. **Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores**. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 4, n.11, p.80-100. jan. – mar. 2001.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo dicionário de Economia**, 3ª edição. São Paulo: Editora Best Seller, 1999.

VENOSA, Sílvio de Salva. **Direito Civil – Volume 5º: Direitos Reais**. 9ª Edição. Editora Atlas S.A., 2009.

ZELMANOVITZ, Leônidas. **Fundos de investimentos imobiliários**. Revista da CVM. Número 32, setembro de 2000, p. 45-55.

Comitê de Mercado, Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, reunião de agosto/2011.

Fundos Imobiliários – Handbook, BTG Pactual Credit Research, mar/20013 e abr/2013.

Guia CVM do Investidor - Fundos de Investimento Imobiliário, 2012.

Guia de Fundos Imobiliários XP, mar/2013 e abr/2013.

O Crédito Imobiliário no Brasil – Caracterização e Desafios, realizado pela Fundação Getúlio Vargas, 2007.

Relatório Quinzenal de FII's BTG Pactual, mar/2013 e abr/2013.

Terceiro Guia do Investidor em fundo de investimento imobiliário, Uqbar, 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Brasil, CVM, 2013.
<<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em abr/2013.

<<http://www.coinvalores.com.br>>

<<http://www.fundoimobiliario.com.br>>

<<http://www.quantumaxis.com.br/webaxis/login.jsp>> Acesso em março, abril, maio, junho e julho/2013.

<<http://www.bmfbovespa.com.br>>.