



ANBIMA

Estudos Especiais Produtos de Captação



Fundos de Investimento Imobiliário

Estudos Especiais
Produtos de Captação



Fundos de Investimento Imobiliário

Rio de Janeiro | 2014

Copyright © 2014

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial sem autorização da editora.

ANBIMA

Redação

Dalton Boechat e Caroline Jorge

Coordenação

Enilce Melo

Superintendência de Representação Técnica

Valéria Arêas Coelho

Superintendência Geral

José Carlos Doherty

Editoração

Claudia Paiva

Capa

Carlos Valério

Revisão

Aristóteles Predebon

F981

Fundos de Investimento Imobiliário. / Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. _ Rio de Janeiro: ANBIMA, 2014.

144 p.; 23 cm. - (Estudos especiais: produtos de captação)

ISBN 978-85-86500-69-5

1. Mercado financeiro. 2. Fundos estruturados. 3. Fundos de Investimento Imobiliário. 4. Instrumentos de captação. 5. Valores mobiliários. I. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais.

CDD-332

Catálogo e referências bibliográficas

Cláudia Kropf

Impressão

N. Marinho Gráfica

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

Av. República do Chile, 230 - 13º andar CEP: 20031-919 - Rio de Janeiro - RJ

Tel: (21) 3814-3800 / Fax: (21) 3814-3960

Av. das Nações Unidas, 8.501 -21º andar CEP: 05425-070 - São Paulo - SP

Tel: (11) 3471-4200 / Fax: (11) 3471- 4240

www.anbima.com.br



Presidente

Denise Pauli Pavarina

Vice-Presidentes

Carlos Massaru Takahashi

Edinardo Figueiredo Jr.

Gustavo Adolfo Funcia

Murgel

José Olympio da Veiga

Pereira

Pedro Lorenzini

Robert J. van Dijk

Sérgio Cutolo dos Santos

Valdecyr Gomes

Diretores

Alenir de Oliveira Romanello

Carlos Eduardo Andreoni

Ambrósio

Carolina Lacerda

Jair Ribeiro da Silva Neto

José Hugo Laloni

Luciane Ribeiro

Luiz Sorge

Luiz Fernando Figueiredo

Marcio Guedes Pereira Junior

Pedro Augusto Botelho

Bastos

Regis Lemos de Abreu Filho

Saša Markus

Sylvio Araújo Fleury

Comitê Executivo

José Carlos Doherty

André Mello

Ana Claudia Leoni

Guilherme Benaderet

Patrícia Herculano

Valéria Arêas Coelho

Eliana Marino

Marcelo Billi

Soraya Alves

► Sobre a ANBIMA

A ANBIMA é a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. A entidade busca representar e defender os interesses das instituições que atuam nesses mercados. Fazem parte de seu quadro associativo mais de 300 instituições de diversos portes e que atuam em vários segmentos de mercado. Entre elas estão bancos comerciais e múltiplos, bancos de investimento, gestores e administradores de fundos, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e gestores de patrimônio. Todas essas instituições, juntas, permitem que a Associação fale em nome do mercado brasileiro e defenda legitimamente seus interesses.

Na nossa visão, apenas instituições sólidas e fortes são capazes de contribuir para que o mercado de capitais seja instrumento para o financiamento do desenvolvimento econômico do Brasil. Por isso, a Associação reúne esforços para apoiar a evolução dos mercados financeiro e de capitais, ampliando sua participação no financiamento de longo prazo, buscando, ao mesmo tempo, atender às necessidades de seus associados, de maneira a conciliá-las com as dos investidores e da sociedade brasileira.

Para fortalecer as instituições e o mercado, a ANBIMA tem sua atuação orientada por meio de quatro compromissos: representar os interesses dos associados e articular demandas que estejam de acordo com as necessidades dos segmentos em que eles atuam; autorregular as atividades de seus associados, que voluntariamente criam códigos e aderem a eles, comprometendo-se a seguir as melhores práticas de negócios; contribuir para a qualificação de profissionais que atuam no mercado e dos investidores brasileiros; e prover informações sobre os mercados que representa.

► Lista de figuras e tabelas

Figura 1 - Distribuição dos FIs por patrimônio líquido	52
Figura 2 - Distribuição dos FIs por valor das cotas.....	53
Figura 3 - Participação dos FIs no total da indústria de fundos (exceto FICs)	53
Figura 4 - Evolução da atividade econômica com ajuste sazonal	55
Figura 5 - Modalidade de crédito	56
Figura 6 - Distribuição por número de investidor de FI	57
Figura 7 - Distribuição das cotas subscritas por detentor	57
Figura 8 - Distribuição do volume total captado por detentor.....	58
Figura 9 - Distribuição dos investimentos dos FIs	62
Figura 10 - Evolução do estoque dos principais ativos com lastro imobiliário	65
Figura 11 - Volume negociado no mercado secundário de FI	67
Figura 12 - Distribuição por nº de investidor de FI	68
Figura 13 - Distribuição do nº de FIs	68
Figura 14 - Distribuição do nº de cotas de FIs	68

Figura 15 - Distribuição dos FIs por presença nos pregões da Bolsa	69
Figura 16 - Desempenho comparativo do Ifix	70
Figura 17 - Volatilidade comparativa do Ifix	71
Quadro 1: Cepacs e títulos com lastro imobiliário.....	22
Tabela 1 - Ofertas primárias	50
Tabela 2 - Ofertas secundárias	51
Tabela 3 - PL & nº de FIs	52
Tabela 4 - Fundos de investimento fechados e abertos	54
Tabela 5 - Informe mensal	63
Tabela 6 - Anexo	72

► Sumário

INTRODUÇÃO	13
1. CARACTERÍSTICAS GERAIS	17
1.1. Estratégias de investimento	17
1.1.1. Estratégia de renda	18
1.1.2. Estratégia de desenvolvimento	19
1.1.3. Estratégia financeira.....	21
1.2. Estrutura do fundo	24
1.3. Funcionamento do FII	26
1.4. Investidores e representante de cotistas.....	33
1.5. Conflito de interesses	34
1.6. Alavancagem, securitização e uso de derivativos.....	35
1.7. Rentabilidade.....	36
1.8. Tipos de risco	37
1.8.1. Riscos macroeconômicos	37
1.8.2. Risco de crédito.....	38
1.8.3. Riscos de mercado	38
1.8.4. Risco de liquidez	39
1.8.5. Risco de vacância.....	39
1.8.6. Variação de preço dos imóveis	40
1.8.7. Risco de desenvolvimento imobiliário.....	41
1.8.8. Riscos de propriedade	41
1.8.9. Risco de concentração da carteira.....	41
1.8.10. Riscos regulatórios e jurídicos.....	41
1.8.11. Riscos do setor real imobiliário e de construção civil.....	42
2. AMBIENTES DE REGISTRO E NEGOCIAÇÃO	43
2.1. Registro de distribuição primária, custódia e negociação	43
2.2. Ifix – Índice de Fundos Imobiliários BM&FBovespa	46
2.3. Plataforma Imobiliária Cetip	47

3. MAPEAMENTO DA INDÚSTRIA	49
3.1. O crescimento da indústria de FII é recente	49
3.2. Maioria dos FIIs possui prazo indeterminado.....	56
3.3. Entre os investidores de FIIs prevalecem as pessoas físicas	56
3.4. Baixa participação dos investidores institucionais.....	58
3.5. Rentabilidade	60
3.6. Estratégias de investimentos e carteira dos FIIs	62
3.7. A oferta de ativos financeiros de origem imobiliária é ainda limitada....	65
3.8. A administração dos FIIs também é concentrada	66
3.9. Mercado secundário	66
4. PERCEPÇÕES E TENDÊNCIAS DO MERCADO	93
4.1. Divisão de responsabilidades	93
4.2. Educação do investidor.....	95
4.3. Representante de cotistas	97
4.4. Conflitos de interesse	98
4.5. Responsabilidade do administrador nas obrigações tributárias	99
4.6. Fundos de classes	100
4.7. Burocracia em processos no setor real imobiliário	101
4.8. FIIs de renda no segmento residencial	101
4.9. Bolha imobiliária?	103
4.10. Tendências	104
5. REGRAS GERAIS.....	107
5.1. Envolvimento de FIIs em políticas públicas	123
5.1.1. Programa de implementação de Projetos de Interesse Social (PIPS)	123
5.1.2. Aplicação pelo FGTS em FIIs	125
5.1.3. Destinação de poupança para FIIs	126
5.2. Tributação.....	127

5.2.1. Rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelas carteiras dos FIs	127
5.2.2. Rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelos cotistas	128
5.2.3. Investidor estrangeiro.....	133
5.3. Tratamento contábil	134
5.4. Autorregulação de FIs.....	137
CONCLUSÃO	141
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	143

▶ INTRODUÇÃO

Origens e motivações da indústria

Os fundos de investimento imobiliário, conhecidos como FIs, foram criados em meados de 1993, pela Lei nº 8.668, sob a forma de condomínio fechado, como uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários, por exemplo, incorporação, aluguel, e compra e venda de imóveis. Considerando-se a participação das atividades imobiliárias e da construção civil no PIB, em torno de 12%, a criação dos FIs originou mais uma importante fonte de financiamento para o setor imobiliário, que se soma às tradicionais operações de crédito e aos diversos instrumentos de mercado de capitais.

A grande referência desse tipo de fundo, à época de sua criação, era o Real Estate Investment Trust (Reit), modelo norte-americano de fundos imobiliários já consolidado naquele período, com 189 emissões negociadas em bolsa e pouco mais de US\$ 32 bilhões em valor de mercado. Os FIs, contudo, não absorveram muitas das características dos Reits, entre as quais a sua natureza jurídica – o Reit é um tipo de empresa imobiliária modelada como fundo mútuo –, a possibilidade de ser constituído como fundo aberto com livre entrada de novos investidores, e a faculdade de alavancar suas carteiras.

Os Reits, criados em 1960, tiveram um desempenho tímido durante 30 anos, tornando-se significativos apenas quando introduzida uma série de mudanças, de ordem tributária e regulatória, mais favorável aos investimentos nesse segmento. Em dezembro de 2013, o valor de mercado em bolsa superava US\$ 670 bilhões ou 4,7% do total do patrimônio dos fundos mútuos nos Estados Unidos no período.

De forma semelhante, os FIs também demoraram a ganhar expressão na indústria de fundos brasileira, o que ocorreu após revisões na regulamentação, em

especial a edição da Instrução da CVM nº 472/08, quando o produto começou a se consolidar como importante veículo de captação de recursos. A importância crescente dos FIs no segmento de fundos de investimento e a necessidade de aprimoramento dos padrões operacionais e de autorregulação do segmento levaram a ANBIMA a incluir, em junho de 2013, um capítulo específico para os FIs no Código de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento. Além da robustez regulatória, o crescimento dos FIs foi fortemente motivado pela dinâmica do setor imobiliário nos últimos anos. A trajetória declinante dos juros, somada às políticas de estímulo ao financiamento imobiliário e de recuperação da renda e emprego, alavancaram o mercado de imóveis, comerciais e residenciais, resultando em números crescentes de ofertas de fundos e demanda dos investidores. A redução do patamar de juros, adicionalmente, aumentou a atratividade das cotas em relação a outros tipos de investimento, fortalecendo-o como alternativa na busca por maior diversificação e retorno. Em dezembro de 2013, o segmento atingiu um total de 223 emissões registradas, com 5,7 bilhões de cotas distribuídas e mais de R\$ 54 bilhões de patrimônio líquido, dos quais, 65,7% listados na BM&FBovespa. Desde 2009, o patrimônio dos FIs cresceu quase dez vezes e já representa 2,15% da indústria total de fundos de investimento no Brasil. O número de investidores na bolsa já alcança o patamar de 101 mil cotistas.

Do ponto de vista da estruturação desses fundos, os FIs são produtos bastante flexíveis e comportam várias estruturas conforme a estratégia negocial e o lastro utilizado. A motivação para a estruturação do fundo pode advir, por exemplo, da possibilidade de desmobilização do ativo de instituições financeiras e não financeiras com grande patrimônio imóvel ou de agentes com diferentes apetites de risco que decidem investir num projeto de incorporação e transferi-lo posteriormente ao fundo para auferir ganhos com a renda do aluguel. É possível, ainda, conjugar essas diferentes estratégias com a aplicação em ativos de renda fixa e variável de emissores ligados ao setor imobiliário.

Por fim, o potencial de demanda representado pelo grande interesse do investidor brasileiro por imóveis também constitui motivação importante para o segmento. Por meio dos FIs, os investidores têm a oportunidade de aplicar em uma carteira diversificada de ativos financeiros ou em grandes empreendimentos imobiliários, que não seriam acessíveis individualmente. A atratividade em função da proximidade do investidor com o ativo subjacente é reforçada pelas vantagens tributárias que essa aplicação confere às pessoas físicas, como será tratado posteriormente.

Deste modo, com o recente crescimento dos FIs, a ampliação de sua participação na indústria de fundos e o interesse crescente dos investidores, este livro tem por objetivo reunir informações e percepções do mercado sobre este ativo. As discussões são pautadas em entrevistas com os principais agentes do segmento, como estruturadores, distribuidores, gestores, consultores e avaliadores de imóveis. O livro está dividido em 5 capítulos, além desta Introdução e da Conclusão. O primeiro capítulo apresenta as características gerais dos FIs, tais como as principais estratégias e seu funcionamento. Os ambientes de registro e negociação (Cetip e BM&FBovespa) são tratados no capítulo seguinte. O terceiro capítulo objetiva mapear o mercado, trazendo os principais dados públicos disponíveis. As principais tendências e entraves do mercado, na opinião dos entrevistados, são apresentados no capítulo 4. O capítulo 5 apresenta os aspectos regulatórios, tributários e contábeis, e a Conclusão traz as considerações finais do trabalho.

► 1. CARACTERÍSTICAS GERAIS

O Fundo de Investimento Imobiliário (FII) é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários e aplicações em títulos e valores mobiliários de emissores cujas atividades sejam preponderantemente ligadas ao setor imobiliário ou, ainda, em títulos de dívida privada com lastro imobiliário. Criados em 1993, pela Lei nº 8.668/93, os FIIs são regulamentados por normas do Conselho Monetário Nacional (CMN) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), especificamente pela Instrução nº 472 desta Comissão. O arcabouço regulatório dos FIIs é detalhado no capítulo 5 deste livro.

O funcionamento do fundo depende, primeiramente, de autorização para sua constituição, concedida após a entrega da documentação exigida. Num segundo momento, é necessário o envio de documentação complementar para a obtenção do registro de funcionamento. Essa é uma característica diferenciada do registro dos FIIs, já que, em outros fundos de investimento, esses dois momentos correspondem a uma só etapa, conferindo maior agilidade ao processo.

A oferta pública de distribuição de cotas também deve ser registrada na CVM, nos termos da Instrução nº 400, havendo ainda a possibilidade de que obtenha dispensa de requisitos ou registro, ou que seja distribuída com esforços restritos, nos termos da Instrução nº 476, com dispensa automática de registro, desde que destinada exclusivamente a investidores qualificados.

As próximas seções objetivam explorar as características do FII, abordando as principais estratégias de investimento, aspectos específicos da administração e gestão, além das vantagens e riscos dessa aplicação.

1.1. Estratégias de investimento

Os FIIs podem investir em empreendimentos imobiliários no país, entendidos

como quaisquer bens e direitos que envolvam desde a aquisição de um terreno até a incorporação, compra ou locação de um imóvel. Esses empreendimentos podem ser realizados em diversos segmentos do setor imobiliário, como comercial, corporativo, residencial e industrial. Assim, os FIs podem investir, por exemplo, em shoppings centers, galerias, hotéis, edifícios de escritórios corporativos (lajes corporativas), edifícios industriais, hospitais, armazéns, galpões de logística, edifícios residenciais, agências de instituições financeiras, lojas e salas comerciais, imóveis destinados a instituições de ensino ou, ainda, complexos imobiliários que envolvam um ou mais desses segmentos.

Além de investir em bens imóveis, os FIs também podem aplicar em títulos de dívida com lastro imobiliário ou em ativos financeiros cujos emissores exerçam atividades preponderantemente relacionadas a empreendimentos imobiliários.

A seguir são descritas mais detalhadamente as diferentes estratégias que podem ser utilizadas pelos FIs e as respectivas composições de carteiras para proporcionar rentabilidade a seus cotistas.

1.1.1. Estratégia de renda

A estratégia de renda consiste em proporcionar rentabilidade aos cotistas por meio do recebimento de aluguel de imóveis de propriedade do FI, que podem ser edifícios inteiros, ou apenas andares. O fundo pode ser proprietário de apenas um imóvel, os chamados fundos monoproduto, e, paralelamente, possuir um ou mais locatários. Os contratos de locação dos imóveis de propriedade dos FIs estão sujeitos à Lei nº 8.245/91, que regula os contratos de locação residenciais e comerciais.

É comum, nessas estruturas, a situação em que o fundo compra o imóvel para alugá-lo ao antigo proprietário, configurando operação conhecida no mercado

como *sale and leaseback*. O interesse do proprietário original na venda do imóvel, para alugá-lo na sequência, reside na possibilidade de desmobilização de seu ativo e consequente liberação de recursos para outros investimentos, ou para aumentar a liquidez de seu portfólio. São exemplos deste caso os chamados FIs de agências, que possibilitam às instituições bancárias a desmobilização de parte dos imóveis utilizados na rede, para, entre outros benefícios, ampliar o caixa para aplicação em atividades operacionais dos bancos. As agências são vendidas aos fundos, e o aluguel pago por estas instituições (cedentes dos imóveis) define a rentabilidade das cotas.

Nos fundos que adotam a estratégia de renda, também é comum a chamada operação de *retrofit*, caracterizada pela realização de ampla reforma e modernização do imóvel comprado, com o objetivo de auferir um aluguel mais elevado com a valorização da propriedade.

Além dos contratos de locação, é possível firmar contratos de arrendamento e de exploração do direito de superfície. O primeiro se refere a um contrato de cessão do direito de gozo da propriedade imobiliária por tempo determinado mediante uma remuneração paga pelo arrendatário. Já o contrato de exploração do direito de superfície confere o direito de construção em terreno, garantindo a propriedade do superficiário sobre a edificação erigida durante o período do contrato. Extinta a concessão, a propriedade plena do terreno volta para o proprietário original, e se estende a qualquer construção ou benfeitoria realizada. Esses contratos, vale mencionar, não estão sujeitos à Lei de Locação.

1.1.2. Estratégia de desenvolvimento

Esta estratégia consiste em investir na incorporação de imóveis visando proporcionar rentabilidade aos cotistas através de posterior alienação ou aluguel do imóvel. A participação no empreendimento pode ocorrer desde a aquisição

do terreno ou em fase mais avançada do projeto imobiliário de uma incorporadora. O fundo pode, ainda, desinvestir antes de finalizado o projeto de construção ou adquirir terrenos para posterior permuta por unidades residenciais ou comerciais de incorporação imobiliária. Os projetos de construção devem seguir a Lei nº 4.591/64, que dispõe sobre as incorporações imobiliárias em território nacional.

Os fundos que adotam a estratégia de desenvolvimento podem investir em diversos projetos de incorporação simultaneamente, ou optar pela modalidade de monoproduto. Finalizada a incorporação, caso a estratégia seja alienar o imóvel, o preço de venda deve garantir uma taxa de retorno aos investidores, e o fundo pode ser liquidado, no caso de ser monoproduto, ou podem ser realizados novos empreendimentos. Do mesmo modo, caso se opte pelo aluguel do imóvel performado, pode-se participar de novas incorporações ou adotar unicamente a estratégia de renda.

Nesses tipos de fundo, é comum a chamada operação *built to suit*, ou seja, o imóvel é construído para atender especificamente às necessidades de um futuro comprador ou locatário, desde a localização até o padrão do empreendimento, como, por exemplo, as chamadas lajes corporativas *triple A*, com uso de alta tecnologia e elevada qualidade de materiais e estruturas.

Tendo em vista o período de maturação da incorporação imobiliária, a rentabilidade patrimonial do fundo que adota a estratégia de desenvolvimento tende a ser menor no curto prazo. Embora a diversificação da carteira possa sempre potencializar os ganhos mesmo neste horizonte de prazo, o investidor que aplica em cotas desses fundos deve estar ciente de que os reflexos da maturação desse investimento no valor patrimonial das cotas requererá um prazo mais longo.

1.1.3. Estratégia financeira

Além de renda e incorporação, os fundos de investimento imobiliário podem adotar a estratégia financeira, investindo em títulos e valores mobiliários de renda fixa e variável de emissores que exerçam atividades preponderantemente permitidas aos FIs e em títulos de dívida privada com lastro imobiliário. A possibilidade de investir nesses ativos foi trazida pela ICVM nº 472, de 31 de agosto de 2008, já que antes a regulamentação restringia os investimentos dos FIs a imóveis, prontos ou em construção. Essa alteração trouxe maior flexibilidade às carteiras e possibilitou a diversificação de riscos, além do aumento da demanda por títulos lastreados em créditos imobiliários e o fomento desse segmento do mercado de capitais.

Entre os ativos em que os FIs podem investir estão os Certificados de Potencial Adicional de Construção (Cepacs), cotas de outros FIs, cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e de Fundos de Investimento em Participação (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FIs, cotas de fundos de investimento em ações setoriais cujos emissores invistam exclusivamente no setor de construção civil ou no mercado imobiliário, e títulos de dívida lastreados em crédito imobiliário: Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), Letras de Crédito Imobiliário (LCIs) e Letras Hipotecárias (LHs).

Os fundos de investimento imobiliário também podem investir em outros valores mobiliários, desde que a emissão seja registrada ou autorizada pela CVM e o emissor desenvolva atividades preponderantemente permitidas aos FIs. Atendidas essas duas condições, o fundo pode investir em ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição, certificados de depósito de valores mobiliários, cotas de fundos de investimento, notas promissórias e outros valores mobiliários.

A possibilidade de aplicação nesses ativos trazida pela regulamentação veio

acompanhada pelo estabelecimento de alguns limites de aplicação por modalidade e por emissor. No que se refere aos limites de aplicação por modalidade de ativos, não há restrições para aplicações em CRIs, cotas de outros FIs, cotas de FIP e FIDC que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FIs e para as cotas de fundos de investimento em ações de companhias que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário. Para os demais, o limite de aplicação é de, no máximo, 20% do patrimônio líquido.

Em relação aos limites por emissor, os fundos não podem aplicar mais do que 20% de seu patrimônio líquido em ativos emitidos por uma mesma instituição financeira (autorizada pelo Banco Central), e não mais que 10% do patrimônio em ativos de uma mesma companhia aberta ou em cotas emitidas por um mesmo fundo de investimento. Também há o limite de até 5% no caso de o emissor ser pessoa física ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central. Por fim, os FIs podem aplicar até 20% de seu patrimônio líquido em títulos ou valores mobiliários emitidos por seu administrador, gestor ou empresas a eles ligadas, mas não podem adquirir ações de emissão do administrador.

Quadro 1: Cepacs e títulos com lastro imobiliário

Cepac: Criados pela Lei nº 10.257/01 e regulados pela Instrução CVM nº 401/03, os Certificados de Potencial Adicional de Construção (Cepac) são valores mobiliários emitidos por prefeituras, utilizados como meio de pagamento em contrapartida de outorga de Direito Urbanístico Adicional dentro do perímetro de uma Operação Urbana Consorciada.

Os Cepacs correspondem a determinado valor de m² para utilização em área adicional de construção ou em modificação de usos e parâmetros de

continua.

continuação.

um terreno ou projeto, e possibilitam o financiamento de grandes obras previstas em Operações Urbanas, sem que o município precise utilizar recursos vinculados ao orçamento municipal.

Após oferta pública, os Cepacs podem ser negociados até que sejam vinculados a um lote dentro do perímetro da Operação Urbana Consorciada. Assim, a participação dos FIs em empreendimentos imobiliários pode consistir na viabilização da construção de áreas adicionais ou alguma modificação no terreno ou projeto localizado em zona de Operação Urbana Consorciada, vinculando Cepacs de sua carteira aos respectivos projetos.

Letra Hipotecária: A LH é um título de dívida, pré ou pós-fixado, emitido por instituições financeiras autorizadas a conceder créditos hipotecários, e garantido por créditos hipotecários ou alienação fiduciária de um imóvel.

Letra de Crédito Imobiliário: A LCI é um título representativo de direito de crédito pelo valor nominal, juros e atualização monetária, lastreado por créditos imobiliários e outras garantias, emitido por bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, a Caixa Econômica Federal, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo, companhias hipotecárias e demais instituições autorizadas pelo Banco Central.

Certificado de Recebíveis Imobiliários: O CRI é um título de renda fixa emitido por sociedades securitizadoras baseado em financiamentos imobiliários destinados às pessoas físicas ou jurídicas e/ou de outras receitas decorrentes da exploração de imóveis, tais como aluguéis e arrendamentos.

As estratégias de renda, desenvolvimento e financeira, anteriormente descritas, podem ser combinadas, o que torna mais complexa qualquer tentativa de classificação conceitual. Por exemplo, o fundo pode alugar um imóvel de sua propriedade e, simultaneamente, participar de um projeto de incorporação. Os fundos também podem comercializar os imóveis de sua propriedade visando a reciclagem da carteira e o aproveitamento de oportunidades futuras e/ou alternativas de investimento. A comercialização de imóveis permite ainda ampliar o retorno do investidor através do ágio auferido na operação de venda.

Com as múltiplas estratégias que o fundo de investimento imobiliário pode adotar, seu enquadramento como um instrumento de renda fixa ou variável não é trivial. Alguns agentes de mercado reconhecem que um fundo com lastro em aluguel, por exemplo, deve ser considerado um ativo de renda fixa, já que o rendimento é previamente conhecido. O mesmo para os fundos que adotam estratégia financeira e aplicam predominantemente em ativos privados de renda fixa. Já um fundo de desenvolvimento, que tem inúmeras variáveis condicionantes do sucesso do empreendimento, deveria ser considerado um fundo de renda variável. Argumenta-se ainda que a estratégia de renda com gestão ativa de múltiplos inquilinos também deveria ser considerada como renda variável, mesmo tendo *benchmark* em renda fixa, uma vez que a possibilidade de vacância torna a rentabilidade incerta ao longo do tempo. A partir dessas considerações e tendo em vista a possibilidade de combinação das estratégias de renda, desenvolvimento e financeira, o FII é comumente considerado um ativo híbrido.

1.2. Estrutura do fundo

A política de investimento definida na estruturação de um fundo deve constar de dois de seus documentos basilares, o regulamento e o prospec-

to, ambos exigidos e analisados pela CVM. O regulamento define as regras básicas e condições de funcionamento do fundo, e, entre outras condições, pode prever a subscrição parcial das cotas representativas do patrimônio do fundo, bem como o cancelamento do saldo não colocado. O prospecto é o documento de apresentação obrigatória ao investidor, devendo conter as informações necessárias para balizar sua tomada de decisão, entre as quais as principais características da oferta, estratégia de investimento, segmentos de atuação, além dos direitos e responsabilidades de cotistas e da instituição administradora. A leitura de ambos os documentos é fundamental para o investidor conhecer o perfil de risco e de liquidez deste instrumento, que como qualquer outro produto estruturado, possui características pouco padronizadas.

O fundo de investimento imobiliário não tem personalidade jurídica e deve ser constituído obrigatoriamente sob a forma de um condomínio fechado, ou seja, não é permitido o resgate de cotas antes do prazo de duração e/ou vencimento do fundo, que pode ser determinado ou indeterminado. Portanto, neste período, a única forma de o investidor obter liquidez é por meio da venda de suas cotas no mercado secundário.

As cotas, frações ideais do patrimônio do fundo, são escriturais e nominativas e podem ser negociadas em mercados regulamentados, como bolsa e mercado de balcão organizado. Além disso, podem ser emitidas em séries, diferenciadas apenas pelo prazo de integralização, e todos os demais direitos devem ser assegurados igualmente a todos os cotistas, ou seja, não é permitido diferenciação em relação a critérios de amortização e resgate. A integralização das cotas deve ser feita em moeda corrente nacional e, desde que previsto em regulamento, em imóveis e direitos relativos a imóveis.

Podem ser constituídos fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados¹, que seriam, dentre outros, pessoas físicas e jurídicas com investimentos financeiros de valor superior a R\$ 300.000,00. Nesse caso a integralização das cotas pode ocorrer através de imóveis e títulos e valores mobiliários, e o fundo está dispensado de prospecto, já que se pressupõe que os investidores qualificados têm o adequado entendimento sobre o investimento que estão realizando. Além disso, os FII para investidores qualificados podem prever a existência de cotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo.

1.3. Funcionamento do FII

A **instituição administradora** das carteiras é a figura central dos fundos de investimento imobiliário, sendo atribuídas a ela diversas responsabilidades, inclusive a gestão da carteira. Tendo em vista as múltiplas estratégias e a complexidade dos empreendimentos imobiliários associadas à incorporação, compra e locação de imóveis, a administração dos fundos pode tornar-se bastante complexa e dinâmica. Embora a propriedade fiduciária dos imóveis seja da administradora, os ativos do fundo não podem se comunicar com o seu patrimônio, ou seja, os imóveis não podem responder por nenhuma obrigação da instituição, não podem ser dados como garantia de débito nem ser passíveis de execução por quaisquer credores, aspectos estes que devem estar averbados no Registro de Imóveis.

1. Conforme apresentado no Capítulo 5, enquadram-se como investidores qualificados as instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00, fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados, administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos estados, pelo Distrito Federal ou por municípios, os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestores deste fundo, desde que expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM e sociedades de propósito específico cujos sócios sejam investidores qualificados.

Ao administrador compete cumprir com a divulgação de todas as informações exigidas pela regulamentação, como as constantes do regulamento e prospecto, as deliberações da assembleia geral e a ocorrência de fatos relevantes. É sua obrigação a prestação dos serviços de escrituração das cotas, análise e acompanhamento de projetos imobiliários, auditoria, custódia de valores mobiliários, e gestão dos valores mobiliários do fundo. Esses serviços podem ser prestados diretamente ou através da contratação de terceiros, escolha geralmente associada à *expertise* necessária para a atividade. Independentemente da contratação de terceiros, esses serviços são de responsabilidade do administrador, cabendo a ele o acompanhamento, controle e supervisão dessas atividades.

Para os fundos que adotam a estratégia de desenvolvimento, a instituição administradora pode adiantar recursos, desde que de forma compatível com seu cronograma físico-financeiro, para aquisição do terreno, execução da obra ou lançamento comercial do empreendimento.

A contratação de **instituição distribuidora** pelo administrador é facultativa, devendo se limitar a instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Caso destinada ao público em geral, a distribuição estará condicionada a prévio registro na CVM, mediante a entrega de documentos específicos, definidos na Instrução CVM nº 400/03. Se destinada exclusivamente a investidores qualificados, a oferta/distribuição pode obter dispensa automática de registro, nos termos da Instrução CVM nº 476/09. Quando finalizada a distribuição, o registro da oferta depende de publicação do anúncio de encerramento no caso da ICVM nº 400 e de entrega de resumo dos dados finais de colocação no caso da ICVM nº 476.

O serviço de **custódia**, por instituição autorizada pela CVM, é necessário sempre que o fundo aplicar mais de 5% de seu patrimônio em ativos financeiros, em especial, nos fundos que adotam predominantemente a estratégia finan-

ceira. Aos fundos que mantêm pequena parcela de seu patrimônio aplicada em valores mobiliários, apenas para atender a suas necessidades de liquidez, o serviço está dispensado.

Já o serviço de **auditoria independente** é obrigatório para todos os fundos. As demonstrações financeiras, levantadas a cada doze meses, devem ser auditadas por auditor devidamente registrado na CVM. Além das demonstrações financeiras, alguns fundos também auditam as documentações tanto dos imóveis pretendidos, como de seus proprietários atuais e titulares anteriores, visando mitigar o risco de contestação futura sobre a regularidade da aquisição do imóvel, decorrente de fraudes, que possa prejudicar e até anular as aquisições.

Além dos serviços descritos acima, a instituição administradora deve obrigatoriamente prover o serviço de **gestão dos valores mobiliários e dos bens imóveis da carteira**. No caso de fundos que adotam a estratégia financeira, a gestão é análoga à de outros tipos de fundos de investimento, correspondendo à escolha de ativos que determinem uma adequada combinação de risco e retorno para a carteira. Com isso, um dos desafios desses fundos reside na correta análise da qualidade da estrutura de colateral dos ativos-lastro. Para os fundos cujas carteiras são compostas por bens imóveis, a administradora deve manter um **departamento técnico** habilitado a analisar e acompanhar os projetos imobiliários do fundo, cabendo a ela inclusive o controle efetivo dos projetos de construção dos imóveis.

Assim como os demais serviços que competem ao administrador, a gestão dos valores mobiliários e bens imóveis integrantes da carteira do fundo também pode ser terceirizada, sem prejuízo da sua responsabilidade pela atividade.

A gestão dos bens imóveis inclui a habilidade de identificar oportunidades de aquisição de terrenos, propriedades e bons projetos imobiliários de incorpo-

radoras. Refere-se também à administração eficiente do fluxo de caixa através do controle adequado dos pagamentos e recebíveis do empreendimento imobiliário, buscando-se, com isso, maximizar o retorno para o investidor. No caso de uma carteira composta por diversos imóveis, a gestão ativa também envolve o investimento em expansão, melhorias e *retrofits* dos imóveis para obtenção de maiores valores de venda e/ou locação.

A gestão eficiente de carteira de imóveis, segundo alguns especialistas, também requer a reciclagem adequada da carteira quando necessário. Assim como em outros mercados dinâmicos, notadamente o financeiro, há o momento correto de entrar e sair do ativo. O gestor deve perceber a mudança de vocação do imóvel, entendida como a mudança da melhor forma de exploração da propriedade, visando o aproveitamento ótimo de oportunidades. Embora o setor imobiliário já seja considerado um mercado dinâmico, segundo a avaliação de alguns especialistas ainda há muito a se avançar.

A gestão imobiliária tende a se tornar mais ativa em fundos que optam pela diversificação dos imóveis em termos de localização (diferentes bairros e/ou cidades) e classes (residencial, corporativa, entre outras). Se, por um lado, a diversificação permite o aproveitamento de diferentes janelas de oportunidade e a mitigação dos riscos associados ao desempenho econômico de uma região ou segmento, por outro, exige maior *expertise* de gestão em termos de identificação das vantagens e especificidades que a especialização em um único segmento propicia.

Para a implementação da estratégia de renda, a gestão também requer a negociação competente de *spreads* de locação dos contratos de aluguel² e a minimização do tempo de vacância entre o vencimento de um contrato e sua

2. Para simplificação, citamos apenas os contratos de locação, mas, como mencionados na seção anterior, os contratos podem ser também de arrendamento ou exploração do direito de superfície.

renovação. No caso de fundos com mais de um imóvel, é importante estabelecer uma boa distribuição dos prazos de vencimento dos contratos para que seja garantido um fluxo regular de receitas.

Além da *expertise* para a negociação dos contratos, também faz parte da gestão imobiliária a resolução de problemas diretamente relacionados aos inquilinos, a chamada “gestão de *facilities*”, análoga aos serviços prestados pelo síndico de um condomínio. Trata-se, por exemplo, da resolução de danos na unidade objeto da locação, e da participação em assembleias de condomínio, caso o fundo não seja proprietário de todo o edifício, de fundamental importância para que não sejam tomadas decisões contrárias aos interesses do fundo.

Por fim, mas não menos importante, a gestão imobiliária pode envolver a **contratação de seguros** contra danos físicos e comerciais dos imóveis, riscos de performance da obra e, comumente, fiança bancária para o caso de inadimplência do inquilino. Embora não amplamente difundido, alguns fundos também contratam seguro relativo à titularidade dos imóveis (*title insurance*), que confere cobertura no caso de declaração de ineficácia da transferência de propriedade ou ocorrência de fatos e atos de terceiros que possam afetar o direito de propriedade do fundo. A contratação de seguros não é exigida pela regulamentação dos FIs, mas é muito utilizada para a devida precaução em relação aos custos advindos de tais danos e riscos.

Conforme mencionado, todas essas atividades relativas à gestão imobiliária podem ser terceirizadas. A regulamentação permite a contratação de **consultoria imobiliária** para exercer as atividades de análise, seleção e avaliação de empreendimentos imobiliários que vão integrar a carteira do fundo e de **empresa especializada** para comercializar os imóveis integrantes do seu patrimônio e administrar seus contratos (locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície). Algumas empresas oferecem ambos os serviços.

A contratação de terceiros, entretanto, não exime a administradora de toda a responsabilidade por essas atividades.

A opção pela terceirização, em geral, está associada ao elevado nível de especialização dessas atividades e à exigência de profundo conhecimento do setor imobiliário. Não obstante, alguns agentes do mercado consideram fundamental a internalização dessas atividades na instituição para a definição adequada das estratégias do fundo. Nesses casos, o administrador aloca uma equipe exclusivamente dedicada a serviços de gestão imobiliária, o que pode incluir, além da administração dos contratos e o relacionamento direto com o inquilino, a participação nas assembleias de condomínio e até mesmo visitas às obras para acompanhamento e vistoria. Em alguns casos, a terceirização se restringe ao serviço mais especializado de escolha de terrenos e imóveis, ficando a gestão dos contratos e a administração imobiliária ao encargo da própria instituição administradora.

Outro serviço importante no segmento de fundos imobiliários é o de **avaliação de bens imóveis**. Todo imóvel ou terreno adquirido pelo fundo deve ser objeto de prévia avaliação, assim como os imóveis utilizados na integralização das cotas de investidores qualificados. A Instrução CVM nº 516 exige a reavaliação dos imóveis sempre que houver evidência de alteração no valor justo do imóvel, entendido como o valor pelo qual um ativo pode ser trocado ou um passivo liquidado entre partes independentes, conhecedoras do negócio e dispostas a realizar a transação. O laudo de avaliação deve balizar a contabilização do ativo do fundo nas demonstrações financeiras realizadas semestralmente.

O laudo de avaliação pode ser elaborado por uma consultoria imobiliária, ou ainda, por empresa especializada em avaliações de imóveis que não prestam serviços de gestão. Independentemente da contratação de terceiros, também é responsabilidade da instituição administradora ser cautelosa e agir com elevado padrão de diligência para assegurar a veracidade e consistência das infor-

mações constantes do laudo de avaliação. Neste sentido, é importante para o administrador que o laudo seja objeto de auditoria.

De modo geral, o laudo de avaliação é o documento que atesta o valor do imóvel com base em suas premissas, tais como estado de conservação, tipo de construção, localização, entorno, rendimentos recebidos e estimativa de rendimentos futuros. Trata-se, portanto, de uma “fotografia” do imóvel em determinado momento, já que perde validade com a mudança das informações originais, que são muito dinâmicas. O surgimento de novos prédios no entorno ou de uma estação de metrô, por exemplo, são exemplos de fatores que podem impactar o valor de um imóvel ao longo do tempo. O laudo deve se basear obrigatoriamente em regras da ABNT (Norma nº 14.653). Algumas consultorias especializadas na elaboração desses laudos também se baseiam em regras internacionais, como por exemplo as do Royal Institution of Chartered Surveyors (Rics) ou do International Valuation Standards Council (IVSC). O primeiro é uma associação britânica de profissionais de diversas regiões do mundo com o objetivo de desenhar normas e orientações aplicáveis a determinados segmentos da indústria, dentre eles o da construção civil. O IVSC é uma organização norte-americana que desenvolve, dentre outros, normas técnicas e métodos de *valuation* utilizados internacionalmente.

Para os profissionais do segmento, são duas as dificuldades existentes. A primeira delas se refere à base de dados sobre o mercado imobiliário, que é quase inexistente. Existem bases de dados privadas que se propõem a mapear o mercado, mas a dificuldade em encontrar dados públicos para balizar estudos setoriais e minimizar o risco da avaliação é bastante grande. Um segundo problema seria a falta de profissionalização da área, dada a escassez de cursos e o reduzido número de empresas especializadas na prestação deste serviço.

Além das informações técnicas constantes do laudo de avaliação, é importante, para a administradora, a verificação de que sobre os imóveis não existem

restrições de natureza legal, judicial, ambiental ou urbanística que possam prejudicar seu uso ou o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários. Também é importante a certificação de que os vendedores dos imóveis não possuem restrições creditícias ou legais que impeçam a operação.

Por fim, à instituição administradora é facultada a contratação de **formador de mercado** para as cotas do fundo, com o objetivo de garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos através de ofertas de compra e de venda para uma quantidade de cotas determinada. É vedado à administradora o exercício desta função.

1.4. Investidores e representante de cotistas

O mercado de fundos imobiliários pode ser acessado por uma gama diversificada de investidores, incluindo pessoas físicas, jurídicas, fundos de investimento, entidades de previdência privada e instituições financeiras, que encontram no fundo a possibilidade de investir no setor imobiliário com algumas vantagens relativas à aplicação direta em imóveis, seja por admitir valores mais baixos de aplicação, proporcionar maior liquidez ou mesmo por oferecer gestão especializada.

Segundo alguns participantes deste mercado, o produto vem se mostrando bastante adequado à pessoa física, em função do benefício fiscal que oferece a este tipo de investidor (tratado adiante). Assim, além de viabilizar a aplicação de recursos no setor imobiliário de investidores que individualmente não teriam condições de fazê-lo, os FIs também se mostram uma opção para aqueles com grande patrimônio imobiliário que desejam melhorar a gestão de seus imóveis. Note-se que o FI possui escala de recursos para contratar profissionais especializados e otimizar oportunidades de negócio. Além disso, o investidor que aplica em cotas de FI aumenta a liquidez de seu portfólio de ativos imobiliários já que a venda de um imóvel tende a ser muito mais demorada do que a negociação de uma cota de FI no mercado secundário. Outra vantagem é a possibilidade de fracionamento do investimento, que permite

transações envolvendo parte do valor do patrimônio. Em caso de necessidade de liberação de recursos, por exemplo, é possível vender apenas uma parcela das cotas investidas, ao passo que nem sempre é possível se desfazer de apenas uma parte do imóvel.

Tendo em vista que o fundo representa um universo diversificado de cotistas, alguns temas devem ser objeto de deliberação por meio de assembleia geral, como, por exemplo, as demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador, alterações no regulamento, destituição ou substituição do administrador, e até mesmo a liquidação do fundo. Embora seja competência da instituição administradora convocar a assembleia, cotistas com mais de 5% das cotas emitidas também podem fazê-lo.

A assembleia geral pode nomear um ou mais representantes de cotistas com o objetivo de fiscalizar os investimentos do fundo em defesa do interesse comum dos cotistas. A decisão deve ser votada por maioria simples e o candidato não pode exercer nenhum cargo ou função na instituição administradora ou na instituição empreendedora do investimento imobiliário da carteira do fundo.

1.5. Conflito de interesses

Uma questão extremamente relevante para o segmento de fundos imobiliários é que eles não podem adquirir, locar, arrendar ou explorar o direito de superfície de nenhum imóvel de propriedade do administrador, de pessoas a eles ligadas³, devedores ou inadimplentes do administrador. Essas situações caracterizam conflito de interesses e só podem ser levadas a cabo com a aprovação

3. Consideram-se pessoas ligadas: a sociedade controladora ou sob controle do administrador, de seus administradores e acionistas; a sociedade cujos administradores, no todo ou em parte, sejam os mesmos do administrador, com exceção dos cargos exercidos em órgãos colegiados previstos no estatuto ou regimento interno do administrador, desde que seus titulares não exerçam funções executivas, ouvida previamente a CVM; e parentes até segundo grau das pessoas naturais referidas anteriormente.

prévia da assembleia geral de cotistas, mediante quórum qualificado, isto é, com pelo menos metade dos cotistas do fundo.

Também caracteriza conflito de interesses a contratação de pessoas ligadas ao administrador para prestação dos serviços de distribuição de cotas, formação de mercado, consultoria e administração imobiliária, descritos na seção anterior. A contratação de um distribuidor ligado ao administrador só é possível no caso de distribuição primária das cotas, tendo em vista a existência de prazo determinado para o encerramento do serviço, anterior ao funcionamento do fundo, e desde que o pagamento seja realizado pelo administrador, e não pelo fundo.

1.6. Alavancagem, securitização e uso de derivativos

Diferentemente da indústria de fundos de *Real Estate* ao redor do mundo, aos FIs emitidos no Brasil não é permitido alavancagem, ou seja, os FIs não estão autorizados a contratar dívidas ao nível corporativo e não podem constituir ônus reais sobre os imóveis integrantes de seu patrimônio. Isso significa que não podem se alavancar dando como garantia um imóvel já integrante da sua carteira.

É possível, entretanto, adquirir um imóvel novo sobre o qual tenha sido constituído ônus real antes de seu ingresso no patrimônio do fundo. A possibilidade de compra de um imóvel já onerado deve estar claramente informada no regulamento e prospecto do fundo, dados os riscos de perda do patrimônio representados pelo gravame.

Para alguns agentes de mercado, a vedação à alavancagem é uma restrição correta, dado o risco que essa possibilidade adicionaria à indústria, que no Brasil ainda é muito incipiente. Para outro grupo, entretanto, a alavancagem permitiria aos fundos imobiliários a adoção de estratégias mais agressivas e o

aproveitamento de janelas de oportunidades que potencializariam os ganhos dos cotistas, como já ocorre em outras jurisdições. Neste sentido, a flexibilização deste normativo seria uma pré-condição para o desenvolvimento mais robusto da indústria no Brasil.

Uma alternativa utilizada por alguns fundos para potencializar a rentabilidade da carteira é o emprego de estruturas de securitização na aquisição de imóveis, através da cessão dos recebíveis decorrentes dos pagamentos de aluguel pelo locatário para uma companhia securitizadora. Alguns gestores consideram essa prática arriscada, já que o não pagamento dos recebíveis, devido a inadimplência ou aumento da vacância, poderia ameaçar a estrutura dessa operação.

Por fim, é vedada a realização de operações de derivativos que não seja para fins de proteção patrimonial. Neste caso, a exposição deve se limitar ao valor do patrimônio líquido do fundo. Segundo participantes do mercado, o uso de derivativos não é relevante na indústria, restringindo-se, comumente, a operações de cobertura (*hedge*) realizadas por meio de *swaps*.

1.7. Rentabilidade

De modo geral, os investidores de fundos de investimento imobiliário podem apurar ganhos com a distribuição periódica de rendimentos e/ou valorização das cotas.

No caso da distribuição de rendimentos, a regulamentação estabelece a obrigatoriedade de distribuição de no mínimo 95% dos lucros auferidos a cada semestre, com base no balanço semestral do fundo. Alguns fundos optam por distribuí-los mensalmente, mas não há obrigatoriedade neste sentido.

Os ganhos com a valorização das cotas de FIs listados em bolsa ou negociados em mercado de balcão só serão efetivados com a venda da cota pelo investidor.

É possível, ainda, que alteração no valor de mercado dos ativos da carteira e/ou eventos de não pagamentos levem à redução do valor da cota durante o tempo que o investidor mantiver a aplicação, caso em que haverá perda de capital se o investidor decidir pelo desinvestimento.

1.8. Tipos de risco

Assim como em outros segmentos do mercado financeiro, diversos são os riscos associados à aplicação em cotas de fundo de investimento imobiliário. Visando orientar investidores e dar transparência à política de investimentos, é obrigatória a apresentação dos fatores de risco no regulamento e prospecto do fundo. A seguir serão descritos os principais riscos subjacentes a este segmento da indústria, lembrando que, embora apresentados isoladamente, há grande correlação entre eles.

1.8.1. Riscos macroeconômicos

Por estarem ligados diretamente a setores predominantemente induzidos pelo crescimento econômico, os FIs são sensíveis aos riscos decorrentes do baixo dinamismo macroeconômico, em especial pelos efeitos sobre os setores em que estão empreendendo. O desemprego, a redução da renda e a restrição de crédito, típicos de momentos de desaceleração econômica, reduzem a demanda por novos imóveis, desaquecem o setor de construção civil e diminuem o interesse por renovações ou novos contratos de aluguel. A diminuição da renda desestimula os gastos dos consumidores em *shoppings centers*, hotéis, e desaquece a produção industrial e o setor corporativo. Além de reduzir o interesse por novas incorporações, esses fatores podem aumentar os níveis de inadimplência dos contratos de locação e prejudicar a absorção dos *spreads* de locação nas renovações dos contratos.

A trajetória dos juros também faz parte do rol de fatores de riscos macroeconômicos para a indústria de FII, dado seu impacto direto sobre a atratividade dos ativos financeiros relativamente aos imobiliários. O aumento da taxa de juros traz novos parâmetros para a combinação risco-retorno dos ativos e reduz a atratividade das cotas de FIIs em relação aos demais ativos financeiros, uma vez que torna ativos menos arriscados relativamente mais rentáveis. A taxa de juros também impacta a disponibilidade de crédito e o crescimento econômico, potencializando outros riscos aqui mencionados.

1.8.2. Risco de crédito

Além do mencionado risco de redução da capacidade de pagamento dos locatários, no âmbito da estratégia de renda, existe também o risco de crédito, no âmbito da estratégia financeira, associado ao não pagamento dos devedores numa carteira composta por títulos de dívida privada. Além disso, mudanças na percepção da qualidade do crédito dos emissores podem impactar o preço desses títulos, e, portanto, a rentabilidade das carteiras que os carregam.

1.8.3. Riscos de mercado

O fundo que mantém aplicações em ativos financeiros, de origem imobiliária ou não, também pode sofrer alterações no valor de suas cotas e de seu patrimônio líquido em função de mudança nas condições de mercado. Mesmo sem a efetiva negociação desses ativos as eventuais variações nos preços acabam se refletindo no valor das cotas do fundo em decorrência da marcação a mercado (MaM) da carteira. A MaM consiste em registrar todos os ativos, na contabilidade do fundo, pelos preços observados no mercado, em casos de ativos líquidos, ou, quando este preço não for observável, pela melhor estimativa de preço possível, considerando-se uma eventual necessidade de desfazer a aplicação nesses

títulos. Assim, mesmo nas hipóteses de os ativos virem a não sofrer nenhum evento de não pagamento de juros e principal ao longo do prazo de duração do fundo, as cotas podem sofrer oscilações negativas de preço, o que pode impactar desfavoravelmente a negociação pelo investidor que optar pelo desinvestimento.

1.8.4. Risco de liquidez

Embora tenda a ser muito mais rápido exercer a venda de uma cota de fundo imobiliário do que de um imóvel propriamente dito, existe sempre a possibilidade de que o investidor não consiga vender suas cotas logo após a decisão de desinvestimento. Tendo em vista que a única forma de o investidor sair do investimento é através do mercado secundário, já que o resgate das cotas não é permitido, o risco de liquidez está presente e aumenta, sobretudo, em momentos de estresse no mercado financeiro, quando os investidores tendem a se desfazer de suas posições em favor de ativos considerados mais conservadores. Se configurada a falta de liquidez, o valor das cotas será adversamente afetado, podendo provocar perda de capital para os investidores que realizarem a venda neste momento.

1.8.5. Risco de vacância

O risco de vacância corresponde ao risco de o imóvel encontrar-se desocupado por um período de tempo, impactando negativamente a rentabilidade do fundo até que um novo locatário seja encontrado. A ausência de um locatário pode decorrer de uma dificuldade pontual em encontrar o locatário considerado ideal pelo administrador do fundo, ou refletir um problema mais estrutural, como mudança do polo corporativo da cidade ou desvalorização do bairro por aumento de criminalidade, surgimento de favela, desastres naturais, problemas urbanísticos, dentre outros.

O risco de vacância é problemático porque as propriedades não ocupadas não apenas interrompem o processo de geração de receitas, como aumentam os custos, já que, conforme Lei nº 8.245/91, os impostos sobre a propriedade e as despesas de condomínio são de responsabilidade dos locatários. Com isso, em caso de vacância, o fundo deverá arcar com esses custos.

Propriedades modernas e de padrão mais elevado (como as *triple A*) tendem a enfrentar menor risco de vacância, mesmo em momentos de desaceleração econômica, sobretudo os escritórios e lajes corporativas. Além de firmarem contratos de locação com maior prazo, a decisão de rescindir ou não renovar o contrato implica diversos custos associados à mudança física do local de negócio (*fitting out*), como custos de TI, mudança de endereço de todos os materiais publicitários, mudança de números de telefone já conhecidos pela rede de contatos, entre outros.

1.8.6. Variação de preço dos imóveis

O risco de desvalorização de imóveis afeta diretamente os fundos que adotam a estratégia de desenvolvimento, e indiretamente os que adotam a estratégia de renda, já que a queda do preço dos imóveis tende a causar pressão baixista no preço dos aluguéis. Esse risco pode decorrer de flutuações cíclicas do mercado imobiliário, ou dos fundamentos da propriedade associados à depreciação do imóvel e perda do potencial econômico da região em que ele está localizado, como aqueles mencionados como originadores do risco de vacância.

A demanda flutuante por imóveis e uma eventual sobrevalorização decorrente, por exemplo, de eventos internacionais, também são potenciais geradores de distorções de preços que podem vir a prejudicar os negócios no momento do ajuste do mercado.

1.8.7. Risco de desenvolvimento imobiliário

Refere-se aos riscos subjacentes à incorporação de um imóvel, que são numerosos, como os relativos à burocracia cartorária, atrasos na obtenção de documentos e licenças, inclusive ambientais, riscos orçamentários, riscos de conclusão da obra, atrasos na construção, variações bruscas de preços das matérias-primas, além dos riscos de *due dilligence*.

1.8.8. Riscos de propriedade

Os riscos de propriedade referem-se às perdas por incêndio, inundação, políticas de zoneamento, possibilidade de desapropriação, e podem ser mitigados através de contratos de seguro do imóvel.

1.8.9. Risco de concentração da carteira

A concentração da carteira do fundo imobiliário potencializa os riscos a que ela está exposta. Por exemplo, um fundo concentrado em poucos locatários tem maior risco de vacância e aumenta a dependência da qualidade financeira de seus inquilinos, enquanto um fundo concentrado em apenas uma incorporação potencializa os riscos de desenvolvimento e de desvalorização dos imóveis.

1.8.10. Riscos regulatórios e jurídicos

Por se tratar de um mercado incipiente, é possível que surjam mudanças regulatórias e novas exigências que, embora tendam a melhorar este segmento da indústria financeira, podem gerar custos no curto prazo. Uma eventual mudança na estrutura de isenção tributária também impactaria o segmento, sobretu-

do por afetar a demanda de pessoas físicas, provocando desinvestimentos e, com isso, a redução dos preços e da liquidez. Outro fator bastante comum é a divergência na interpretação das normas contábeis e tributárias, que poderia eventualmente tornar-se objeto de disputa jurídica. O fato de ainda não haver jurisprudência consolidada sobre questionamentos associados aos fundos também pode dificultar a solução de litígios. Com o crescimento da indústria, entretanto, esses riscos tendem a se reduzir.

1.8.11. Riscos do setor real imobiliário e de construção civil

Por fim, e não menos importante, a mudança de normativos regulatórios e tributários nos próprios setores imobiliário e de construção civil também podem gerar reflexos sobre as carteiras predominantemente compostas por ativos dos respectivos segmentos.

▶ 2. AMBIENTES DE REGISTRO E NEGOCIAÇÃO

As cotas de fundos de investimento imobiliário podem ser registradas para colocação primária ou secundária, na BM&FBovespa ou na Cetip – Câmara de Custódia e Liquidação. Ambas prestam serviços integrados de registro, custódia, negociação, e liquidação física e financeira dos negócios realizados com as cotas.

A infraestrutura desse mercado é complementada pelo Ifix - Índice de Fundos Imobiliários da BM&FBovespa, criado em 2012 pela Bolsa como um parâmetro de desempenho para as carteiras dos fundos deste segmento, e pela Plataforma Imobiliária, desenvolvida recentemente pela Cetip para prover o serviço de automação e padronização de avaliações de imóveis. Esses temas serão tratados no presente capítulo.

2.1. Registro de distribuição primária, custódia e negociação

O processo de distribuição pública primária das cotas de fundos de investimento imobiliário na BM&FBovespa é realizado no DDA (Sistema de Distribuição de Ativos), enquanto na Cetip é feito no Módulo de Distribuição de Ativos (MDA). Em ambas as plataformas de distribuição, a venda das cotas para os investidores no mercado primário é feita em processo *Delivery Versus Payment* (DVP), sem a figura de contraparte central, com liquidação financeira via Sistema de Transferência de Reserva (STR) em contas de liquidação mantidas no Banco Central. Na BM&FBovespa, as operações de compra e venda devem ser intermediadas exclusivamente por corretoras de valores credenciadas. Já na Cetip, a compra e venda de cotas pode ser intermediada por qualquer instituição integrante do sistema financeiro de distribuição de valores mobiliários, isto é, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, bancos de investimento e bancos múltiplos com carteira de investimento.

Operacionalmente não há limitações para que todo o processo de distribuição pública primária seja feito em um dia, embora a integralização completa das cotas de modo geral se dê em mais tempo, de acordo com as condições dispostas nos documentos da oferta pública de cada fundo. Durante o processo de distribuição, o investidor, através do boletim de subscrição, declara ter ciência dos documentos pertinentes à oferta (prospecto e regulamento), dos riscos envolvidos na aplicação e se compromete a integralizar determinada quantidade de cotas durante o período de investimento, conforme as chamadas de capital do administrador do fundo. Atualmente é bastante comum que o boletim seja apenas *on line*, em substituição ao documento físico, sendo, de qualquer forma, responsabilidade do administrador a apresentação de comprovante de subscrição das cotas para o registro da distribuição pública junto à CVM.

O sistema de **custódia das cotas** de FIs é intermediado pelos agentes de custódia, instituições financeiras responsáveis pela abertura, administração e movimentação das contas de clientes dos investidores junto à Bolsa ou à Cetip. O pagamento de amortizações, rendimentos e a retenção do Imposto de Renda podem ser realizados eletrônica e automaticamente, de acordo com os eventos cadastrados pelo administrador. Os sistemas de custódia e liquidação funcionam em *Straight Through Processing (STP)*, não exigindo intervenção manual e confirmações adicionais pelos participantes.

A **negociação das cotas** pode se dar em ambiente de bolsa, na BM&FBovespa, ou de mercado de balcão organizado, na Cetip e na BM&FBovespa. Para o investidor que adquiriu cotas na emissão primária, a transferência das cotas integralizadas para o ambiente de negociação no mercado secundário, quando requerida, é automática. Os dois ambientes funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e possibilitam a interação entre ofertas de compra e de venda das cotas de fundos imobiliários.

Na BM&FBovespa, a negociação das cotas é realizada através do *Puma Trading System* ("Puma"), mesma plataforma de negociação de ações. A Bolsa atua como contraparte central, assegurando, com isso, a liquidação física e financeira das operações realizadas. A liquidação financeira final também é feita por intermédio do STR. No sistema Puma, as operações contratadas podem ser realizadas tanto em mercado de bolsa quanto em mercado de balcão organizado. Em ambos os casos, o investidor pode acompanhar o preço da cota em tela através do código de negociação, a exemplo do que ocorre no mercado de ações. As ordens de compra e venda podem ser executadas através de solicitação à corretora de valores ou diretamente pela internet via *homebroker*, caso este serviço esteja disponível pela corretora de valores com a qual o investidor opere. Apesar das semelhanças, algumas diferenças podem ser apontadas. O ambiente de bolsa conta com o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MPR) no caso de erros ou omissões das instituições intermediadoras ou de seus administradores e empregados. No mercado de balcão, uma característica bem específica é a possibilidade de se registrar negócios fechados previamente por telefone, além de a divulgação de informações referentes aos negócios efetuados não ser necessariamente contínua tal como no ambiente de bolsa.

Além dos serviços mencionados, a BM&FBovespa vem analisando a criação de derivativos com cotas de FII, como, por exemplo, o aluguel de cotas e a aceitação de cotas em garantia de outras operações. A avaliação é de que essas operações contribuiriam para a atividade de formação de mercado, uma vez que facilitariam a definição de estratégias, a gestão do risco e maior rentabilização das cotas, o que favoreceria a liquidez e, portanto, a formação de preços.

Na Cetip, a negociação é realizada na plataforma CetipNet, sem a figura de contraparte central, através do processo DVP, com liquidação via STR. A intermediação das operações, assim como na distribuição primária, pode ser feita por qualquer instituição financeira integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Entretanto, é possível que a negociação seja realizada diretamente entre as partes, sem a figura de um intermediário, com exceção das operações com pessoas físicas e no caso de ativos emitidos via ICVM nº 476, dada a necessidade de certificação da condição de investidor qualificado.

2.2. Ifix – Índice de Fundos Imobiliários BM&FBovespa

Criado em 2012, o Ifix tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira composta por cotas de fundos imobiliários listados para negociação nos ambientes de bolsa ou balcão organizado, ambos administrados pela BM&FBovespa. As cotas são selecionadas por sua liquidez e a carteira é ponderada por seu valor de mercado total (número total de cotas emitidas multiplicado por sua última cotação). A base do índice foi fixada em 1000 pontos para a data de 30 de dezembro de 2010⁴.

O Ifix reflete não apenas as variações do valor das cotas como também o impacto da distribuição dos rendimentos do fundo, sendo considerado, por isso, um índice que avalia o retorno total do investimento em cotas de fundos imobiliários de sua carteira.

Para que possam fazer parte do índice, os fundos imobiliários devem atender a critérios específicos de negociabilidade nos 12 meses anteriores; caso deixem de atendê-los, serão excluídos da carteira nas avaliações periódicas ao final de sua vigência. Os fundos cancelados ou liquidados durante o período de vigência da carteira serão excluídos da base de cálculo do índice⁵.

4. Para adequar-se à base inicial, o valor de mercado da carteira foi ajustado por um redutor (coeficiente de ajuste μ): índice inicial = valor da carteira / $\mu=1000$. Este redutor será alterado sempre que necessário, visando acomodar inclusões ou exclusões da carteira quando houver rebalanceamento periódico ou ajustes decorrentes de distribuições realizadas pelos fundos.

5. A metodologia completa do Ifix pode ser obtida no site da BM&FBovespa.

O Ifix é um *benchmark* para administradores, gestores e investidores, através do qual é possível comparar não apenas o retorno das cotas de um determinado fundo, como também a volatilidade em relação a esta carteira teórica. Já existem alguns fundos referenciados ao Ifix e há a expectativa de que, com o desenvolvimento do mercado, novos índices sejam criados, por exemplo, segmentados por setor (lajes corporativas, varejo, comercial, entre outros). O próximo capítulo, cujo objetivo é realizar um mapeamento de dados sobre o mercado de FIs, trará mais informações sobre o índice, tais como o número de fundos da carteira e sua evolução nos últimos anos.

2.3. Plataforma Imobiliária Cetip

Além dos sistemas de custódia e liquidação, a Cetip desenvolveu em 2013 um novo sistema, denominado Plataforma Imobiliária, com o objetivo de automatizar e padronizar a avaliação de imóveis, integrando bancos e avaliadores de forma mais eficiente. A ideia é automatizar o processo de seleção da empresa avaliadora e a obtenção do laudo de avaliação pelo solicitante, concatenando desde o pedido do laudo, seu preenchimento, até o envio das informações às instituições financeiras. A ferramenta pode ser personalizada conforme as necessidades da instituição financeira, através da definição de parâmetros para determinar automaticamente o tipo de laudo e as empresas mais adequadas a cada solicitação. Além disso, facilita o acompanhamento das datas de visitas ao imóvel, oferece uma interface para solicitação de informações ou resolução de pendências da empresa avaliadora junto ao banco, e permite a construção de gráficos, índices e relatórios operacionais. O acompanhamento do processo pode ser feito em tempo real, visando agilizar a resposta na liberação dos valores a serem faturados e proporcionar mais velocidade a todo o processo.

▶ 3. MAPEAMENTO DA INDÚSTRIA

Vinte anos após sua criação, um adequado mapeamento do segmento dos fundos de investimento imobiliário ainda é dificultado pela falta de uma ampla base pública de dados, consolidando as características e documentos referentes aos FII, e por uma das qualidades intrínsecas a ele – a diversidade de estratégias passíveis de estruturação. Assim, para traçar o perfil do setor, quando não foi possível trabalhar com a totalidade da indústria, foram montadas amostras em função da natureza da informação a ser tratada e da disponibilidade de dados no mercado. Vale ressaltar que o espectro de informações melhorou com a padronização dos informes mensais pela Comissão de Valores Mobiliários e com o aumento da listagem dos fundos para negociação em bolsa e em mercado de balcão.

Assim, as estatísticas analisadas neste capítulo se basearam nas informações disponibilizadas pela CVM, BM&FBovespa e Cetip, e nos *sites* dos administradores dos fundos em relação às informações adicionais, tais como regulamentos, anúncios de encerramento e prospectos. Também foi utilizada a base de dados da ANBIMA de produtos estruturados. A disponibilização dessas informações no portal da ANBIMA, que numa primeira etapa englobará informações de fundos imobiliários e Certificado de Recebível Imobiliário (CRI), está prevista para o primeiro semestre de 2014.

Complementam a análise da indústria de fundos imobiliários as impressões e avaliações sobre o segmento coletadas em entrevistas efetuadas com 23 instituições envolvidas diretamente na estruturação ou na negociação desses fundos no mercado.

3.1. O crescimento da indústria de FII é recente

O primeiro FII foi emitido em 1994, mas a divulgação de estatísticas sobre ofertas, pela CVM, começou apenas em 1998. Deste ano até dezembro de

2013, de acordo com as informações da autarquia, foram 484 ofertas primárias e secundárias de FIs, entre registradas e dispensadas pelas Instruções CVM nº 400/03 e nº 476/09. Após a autorização para emissões sob esforços restritos, ofertas crescentes de fundos imobiliários passaram a ser registradas por meio dessa instrução, sobretudo em 2011, com indicativo de captação de R\$ 12,8 bi em 69 fundos emitidos até dezembro de 2013.

O volume total de emissões alcançou R\$ 62,5 bilhões (em valores correntes), com destaque para o ano de 2011, que concentrou 26% das ofertas primárias e secundárias do período. Apesar do grande número de ofertas divulgadas pela CVM, atualmente, encontram-se em funcionamento (posição de dezembro de 2013) pouco menos da metade dos fundos, com patrimônio líquido total de R\$ 53,8 bilhões e 5,7 bilhões de cotas emitidas. Dos 223 FIs em mercado, 79% têm patrimônio líquido de até R\$ 250 milhões e, em 70% deles, o valor das cotas é de no máximo R\$ 1.000,00.

Tabela 1: Ofertas primárias

Tipo	Registradas			Dispensadas de Registro *			Total		
	Nº de registros	Nº de séries	Volume (R\$ milhões)	Nº de registros	Nº de séries	Volume (R\$ milhões)	Nº de registros	Nº de séries	Volume (R\$ milhões)
1998	28	35	615,35	--	--	--	28	35	615,35
1999	15	34	232,33	--	--	--	15	34	232,33
2000	31	80	129,46	--	--	--	31	80	129,46
2001	22	111	511,72	--	--	--	22	111	511,72
2002	42	124	1.024,55	--	--	--	42	124	1.024,55
2003	8	37	280,96	--	--	--	8	37	280,96
2004	8	40	279,75	--	--	--	8	40	279,75
2005	7	12	33,31	3	8	2,06	10	20	35,37
2006	4	4	73,00	2	2	7,36	6	6	80,36
2007	14	52	979,37	6	6	50,44	20	58	1.029,81
2008	12	27	579,57	3	3	56,15	15	30	635,72
2009	19	21	2.767,09	13	ND	567,85	32	ND	3.334,94

continua.

continuação.

Tipo	Registradas			Dispensadas de Registro			Total		
	Nº de registros	Nº de séries	Volume (R\$ milhões)	Nº de registros	Nº de séries	Volume (R\$ milhões)	Nº de registros	Nº de séries	Volume (R\$ milhões)
2010	35	38	9.158,59	10	ND	69,57	45	ND	9.228,17
2011	39	48	7.664,59	13	ND	8.437,11	52	ND	16.101,70
2012	44	67	11.069,20	24	ND	1.215,20	68	ND	12.284,40
2013	33	42	10.496,76	28	ND	2.088,51	61	ND	12.585,27
Total do Período	361	772	45.895,59	102	ND	12.494,25	463	ND	58.389,85

(*) Inclui as dispensas via ICVM nº400 e ICVM nº476.

Fonte: CVM. *Elaboração:* ANBIMA.

Tabela 2: Ofertas secundárias

Tipo	Registradas		
	Nº de registros	Nº de séries	Volume (R\$ milhões)
2000	1	1	15,25
2001	4	4	169,63
2002	1	1	33,70
2003	-	-	-
2004	1	1	123,50
2005	-	-	-
2006	2	2	65,40
2007	-	-	-
2008	1	1	42,00
2009	2	2	110,53
2010	4	4	570,48
2011	-	-	-
2012	4	4	2.945,60
2013	1	1	124,00
Total	21	21	4.200,09

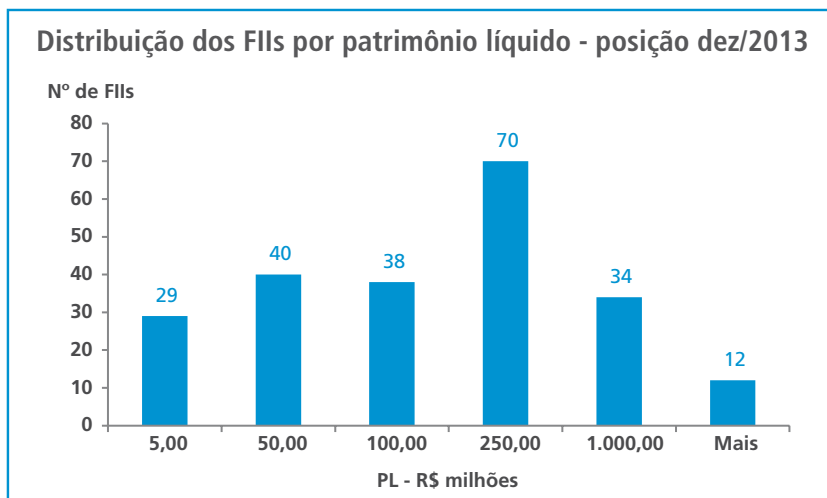
Fonte: CVM. *Elaboração:* ANBIMA.

Tabela 3: PL & nº de FIs

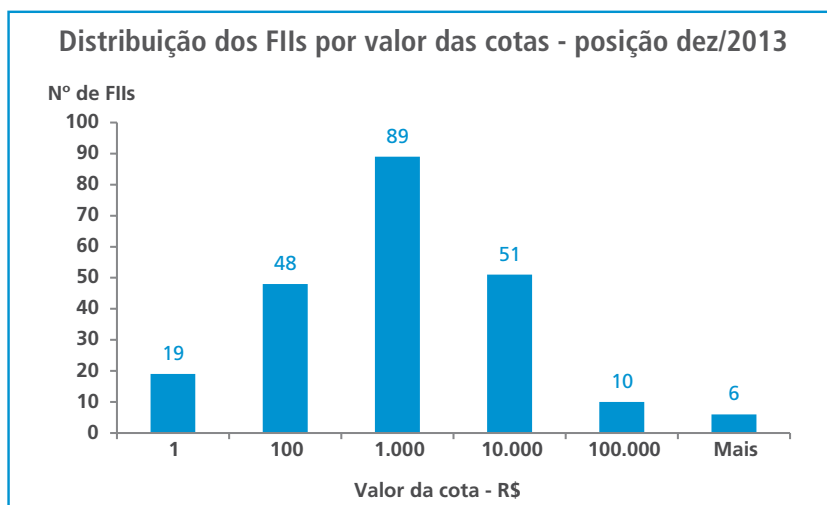
Indicadores selecionados	2009	2010	2011	2012	2013*
Patrimônio líquido CVM - (R\$ milhões)	5.149	8.321	17.748	40.256	52.199
Nº de fundos em funcionamento - CVM	89	101	141	183	223
Valor de mercado - BM&FBovespa - (R\$ milhões)	4.080	7.757	11.885	25.339	28.716
Nº de fundos registrados - BM&FBovespa	31	48	66	93	115
Valor de mercado (estoque) - Cetip - (R\$ milhões)	75	661	4.797	5.955	6.551
Nº de fundos registrados - Cetip	1	7	13	29	34

* Dados da CVM e da BM&FBovespa para dezembro; dados da Cetip para outubro/2013.

Fontes: CVM, BM&FBovespa e Cetip.

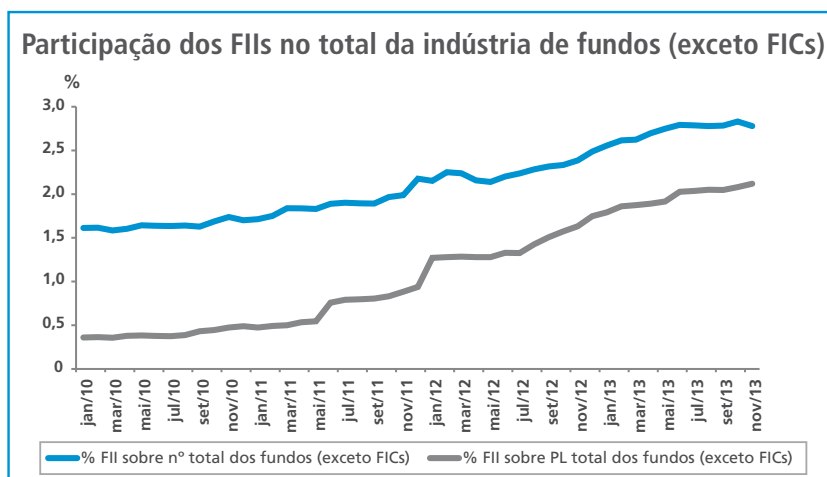


Fonte: CVM.



Fonte: CVM.

A diferença entre o montante de ofertas registradas desde 1998 e a última posição informada se deve, em grande medida, aos cancelamentos e encerramentos de FIs efetuados no período.



Fonte: CVM.

A participação relativa dos FIs no total da indústria de fundos⁶ cresceu entre janeiro de 2010 e dezembro de 2013, tanto em número, de 1,61% para 2,77%, quanto em valor de patrimônio líquido, de 0,36% para 2,15%. Entre os fundos fechados, onde se enquadram os imobiliários, os FIs chegam a responder por 4,2% do número de fundos e 9,6% do patrimônio líquido, de acordo com a base de dados de fundos da ANBIMA, em dezembro de 2013.

Tabela 4: Fundos de investimento fechados e abertos* - posição dez/2013

Tipo	PL (R\$ bilhões)	Nº de Cotistas (em mil)	Nº Fundos
Fundos fechados	360,56	171	2.697
Fundos abertos	2.106,54	3.233	6.012
Total (exceto FICs)	2.467,09	3.404	8.709
FII	34,71	144	108
FII/Fundos Fechados	9,6%	84,5%	4,0%
FII/Total Fundos	1,4%	4,2%	1,2%

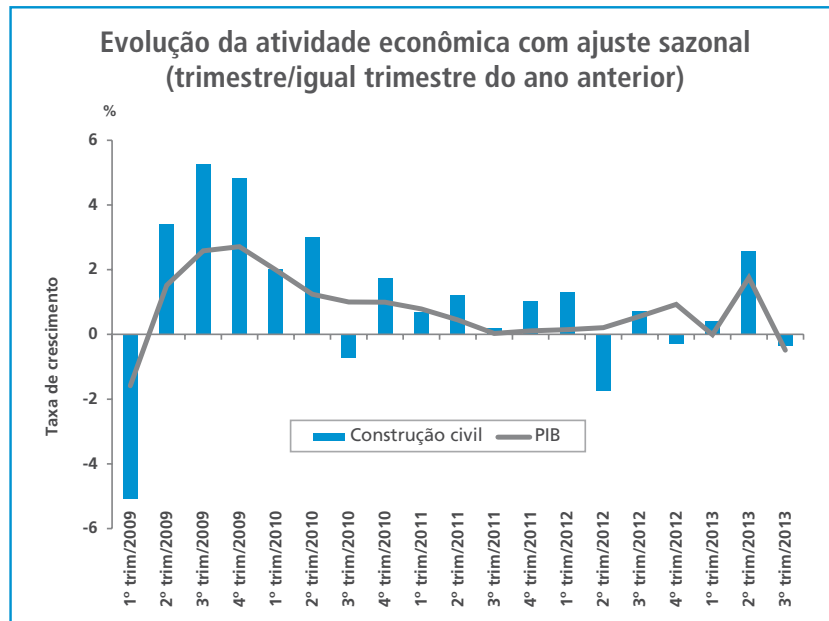
*Exceto FICs.

Fonte: CVM.

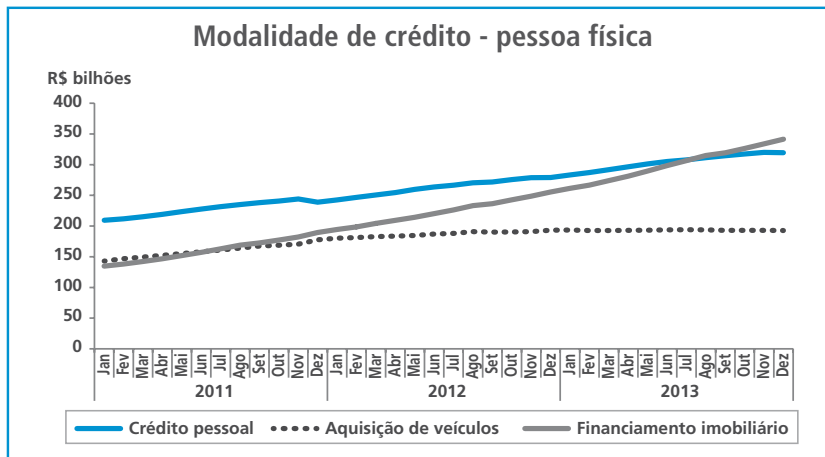
O crescimento de 150% do número e de 910% do patrimônio líquido dos FIIs desde 2009 beneficiou e foi beneficiado pelo desempenho do segmento imobiliário nos últimos anos. Por um lado, servindo como fonte de recursos para o financiamento e, por outro, potencializando a demanda por imóveis performados ou mesmo promovendo a construção de novos, o que foi impulsionado pela boa rentabilidade do setor. De fato, a cadeia produtiva da construção civil teve uma expansão bem superior ao próprio PIB nesse período, ancorada fortemente na redução de juros e da taxa de desemprego e nas políticas de estímulo

6. O total da indústria de fundos de investimento inclui, além dos fundos estruturados, os regulados pela ICVM 409. Não são considerados os FIC (Fundos de Investimento em Cotas) para evitar a dupla contagem de PLs. Vale ressaltar que, entre os fundos imobiliários, aqueles que aplicam em cotas de outros FIIs não são classificados com a denominação FIC-FII, como ocorre com os demais fundos estruturados (por exemplo, FIC-FIDCs e FIC-FIPs).

ao crédito e financiamento imobiliário – o volume nessa modalidade de empréstimo passou de 3,3% para 7,1% do PIB entre janeiro de 2011 e dezembro de 2013. A conjunção desses fatores contribuiu para uma mudança dos perfis de endividamento das famílias nos últimos anos, com o financiamento imobiliário passando a ocupar a principal categoria de crédito à pessoa física, o que ajudou a impulsionar a demanda crescente por imóveis a cada ano.



Fonte: IBGE.



Fonte: IBGE.

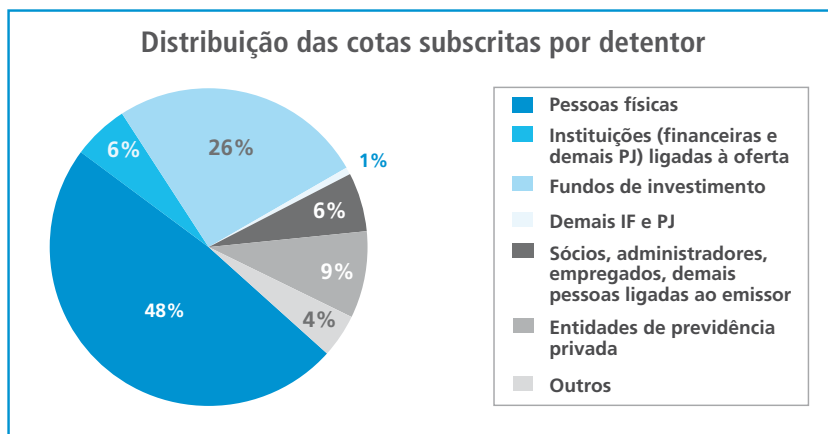
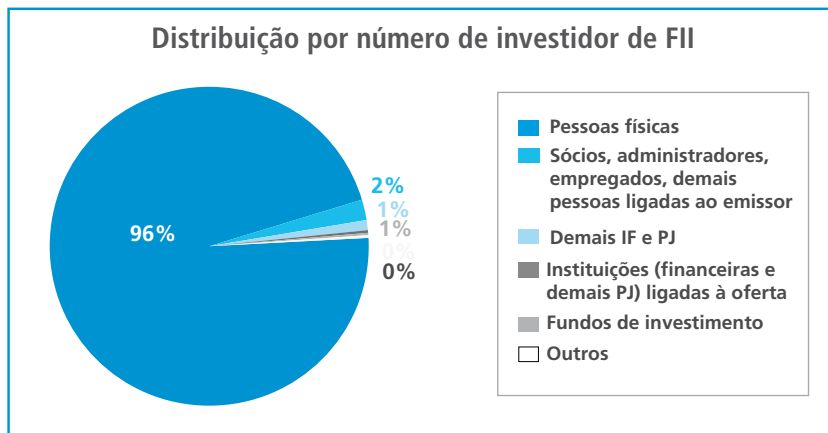
3.2. Maioria dos FIs possui prazo indeterminado

A partir da consulta a uma amostra de 124 prospectos, regulamentos e anúncios de encerramentos disponibilizados na página da CVM na internet, entre 2009 e 2013, que representa cerca de 60% do volume emitido e 55% do número de FIs em mercado no período, apurou-se que a maior parte dos fundos (83%) tem prazo de vencimento indeterminado. Alguns regulamentos indicavam prazos de revisão para as condições dos contratos de locação em posse do fundo, mas preservavam a condição de vencimento do FI.

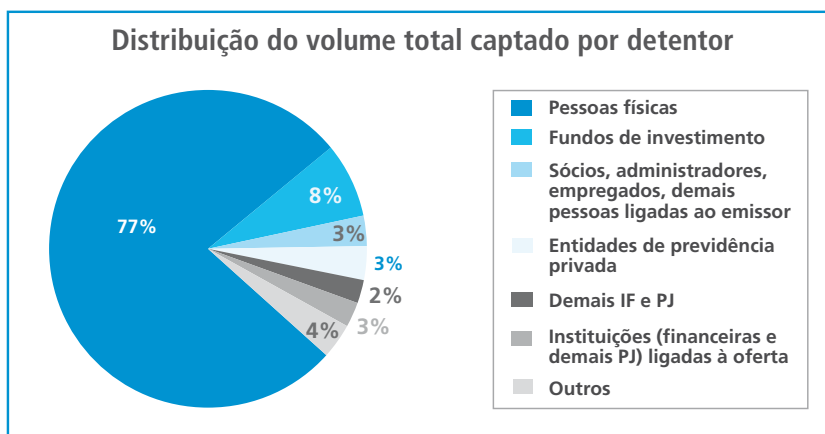
3.3. Entre os investidores de FIs prevalecem as pessoas físicas

Essa mesma base de documentos indicou que a maioria dos FIs (77%) é destinada ao público em geral, com poucos fundos voltados aos investidores qualificados. A participação das pessoas físicas, principais compradores das cotas de FIs, cresceu ao ritmo da indústria, principalmente a partir do segundo semestre de 2010, quando

ocorreram as ofertas (inclusive via IPOs na BM&FBovespa) de três dos fundos com maior número de cotistas em mercado⁷. Vale ressaltar que o fato de a maioria dos fundos terem cotas com valor de até R\$ 1.000,00 inclui os investimentos em FIIs no padrão de valor das aplicações mais tradicionais dos investidores pessoas físicas, tais como os títulos de dívida pública e os fundos abertos.



7. São eles, BB Progressivo II, com 33139 cotistas, BTG Pactual Corporate Office Fund, com 18185 e KINEA Renda Imobiliária, com 14479 cotistas.



Fonte: 140 anúncios de encerramento divulgados na rede mundial de computadores entre 2009 e dezembro de 2013.

Como pode ser visto pela composição dos detentores de cotas de FII, obtida também da amostra, 95% dos investidores são pessoas físicas, que subscreveram 63% das cotas emitidas e forneceram 78% dos recursos captados nessas operações. Em uma conjuntura favorável, a taxa básica de juros do país em queda em pouco mais da metade desse período acabou estimulando os investidores, em particular pessoas físicas, a buscarem alternativas mais rentáveis para suas aplicações, ainda que com maior risco e/ou complexidade.

3.4. Baixa participação dos investidores institucionais

Diferente das pessoas físicas, os institucionais, investidores tradicionais em imóveis no mercado brasileiro, ficaram com menos de 13% do volume financeiro colocado pelas emissões da amostra analisada. Em relação ao total de R\$ 638 bilhões em aplicações das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), com posição em setembro de 2013, apenas 0,3%, ou

R\$ 2 bilhões, estavam alocados em FIs. Do montante investido em imóveis pelas EFPC, R\$ 27 bilhões (4,3% do total), apenas 7,5% foram efetuados por meio da aquisição de cotas de fundos imobiliários, o que dá uma dimensão do potencial de demanda para os FIs caso o instrumento se mostre uma alternativa de aplicação dessas entidades no setor imobiliário.

Segundo alguns agentes de mercado, a baixa participação do investidor institucional se deve a diversos fatores. A impossibilidade de resgate das cotas em um mercado bastante pulverizado, entre investidores considerados não qualificados, adicionaria um componente de maior volatilidade com a negociação de cotas por esses investidores no mercado secundário, o que, em geral, prejudica uma melhor avaliação desse tipo de investimento pelos institucionais. Além disso, como os institucionais já contam com isenção em suas aplicações, sequer o benefício tributário aos moldes do concedido às pessoas físicas seria um atrativo para a aquisição de cotas de fundos com lastro imobiliário.

No caso das fundações de maior patrimônio, a possibilidade de comprar imóveis diretamente tem se mostrado mais vantajosa do que o investimento via fundo, que, além da taxa de administração, possui o risco de liquidez das cotas. O receio apontado por alguns agentes é que a movimentação de grandes volumes na saída do investimento em um mercado ainda com pouca profundidade possa causar pressão baixista sobre os preços das cotas e, conseqüentemente, impactar negativamente o valor patrimonial da fundação. A relação risco-retorno, nesse caso, não seria atrativa. Além disso, ante os limites estabelecidos de aplicação de até 10% dos recursos de cada plano em fundos imobiliários e de alocação de no máximo 10% por emissor, o tamanho dos FIs tem se mostrado relativamente pequeno como alternativa de investimento para as fundações. Conforme mostrado anteriormente, a grande maioria desses fundos (quase 80%) têm patrimônio líquido inferior a R\$ 250 milhões, enquanto o volume médio de recursos das 100 maiores EFPC gira em torno de R\$ 6 bilhões (posição de setembro de 2013).

Quanto ao baixo investimento das fundações de menor porte, a justificativa também parece ser o receio em relação ao risco de liquidez e de volatilidade no valor das cotas. De toda forma, alguns agentes entrevistados avaliam que para as entidades que não possuem capital para comprar um prédio inteiro, a aplicação em FIs pode se mostrar uma boa alternativa de investimento em imóveis, em especial em cenário de juros baixos no qual são maiores os desafios para alcançar a meta atuarial. Segundo agentes do segmento institucional, as fundações já estariam ampliando o interesse e se preparando para entrar no segmento mais intensamente nos próximos anos.

Em relação aos investidores estrangeiros, e tendo em vista que o mercado de Reits já é bastante desenvolvido e conhecido no mercado internacional, chama a atenção o fato de esses investidores participarem pouco do mercado de fundos imobiliários no Brasil, cerca de 1,5% do volume captado pelos FIs da amostra, o que representa 0,1% do portfólio desses investidores no país. Uma razão apontada é que os fundos mais atrativos para esse grupo, pelo critério de rentabilidade, seriam os de incorporação, que possuem um ciclo de investimento mais longo. Sendo assim, o risco associado à dificuldade de proteção cambial, num horizonte de tempo mais amplo, seria um dos fatores que afastaria os estrangeiros. Além disso, o risco de elevação da alíquota do IOF câmbio sobre o fluxo de recursos para o país foi apontada como um elemento a mais de incerteza para este investimento. Ainda assim, alguns gestores acreditam que um esforço de venda neste segmento seria capaz de atrair investimentos de não residentes, dada a similaridade do FI com produtos existentes em outras jurisdições.

3.5. Rentabilidade

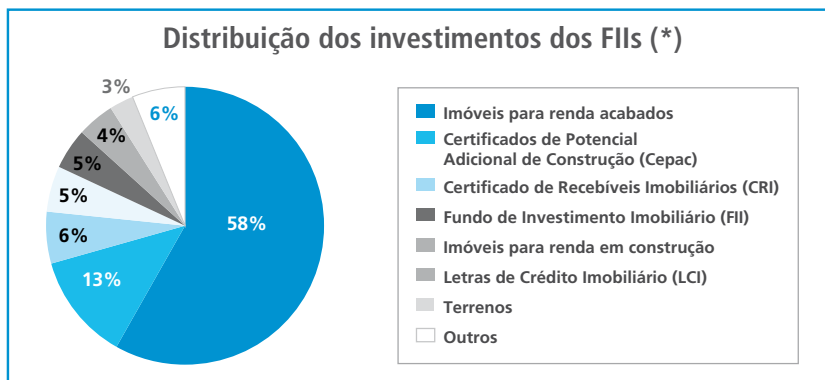
De forma geral, os investidores de FI podem apurar ganhos de duas maneiras, com o recebimento periódico de rendimentos distribuídos pelos fundos aos cotistas e/ou pela venda das cotas em bolsa ou em mercado de balcão. Vale

notar, contudo, que a distribuição de rendimentos no semestre estará condicionada à existência de recursos, conforme preconiza a regulamentação do fundo, e que o valor da cota pode cair durante o tempo em que o investidor mantiver os recursos aplicados, não havendo, portanto, garantia de realização de ganho também na negociação das cotas.

A possibilidade de traçarmos o perfil de rentabilidade dos FIs mostrou-se bastante limitada, dada a falta de padronização dos critérios utilizados entre os administradores na apuração desses valores para seus respectivos fundos. A CVM divulga para todos os FIs em funcionamento dados de rentabilidade, calculada a partir da comparação entre as cotas a cada mês. Entretanto, em alguns casos, são considerados os rendimentos distribuídos e, em outros, as amortizações, quando estas ocorrem, o que gera distorções no trabalho comparativo.

Independente do critério utilizado, de forma geral, é possível perceber que as rentabilidades dos FIs nos últimos 12 meses refletiram o ciclo de ajuste por que passou o setor no período, com a passagem de uma etapa de grandes retornos para uma fase de rentabilidades mais modestas em função do arrefecimento do nível de atividade, que atingiu a indústria da construção civil, e da elevação dos juros na economia.

3.6. Estratégias de investimentos e carteira dos FIs



* A partir das carteiras de 160 FIs divulgadas com posição em dezembro/2013.

Fonte: CVM.

A grande diversidade de estratégias de aplicação dos recursos captados pelos FIs, ampliada após a edição da ICVM nº 472, em 2008, principalmente pela possibilidade de alocação em ativos financeiros de origem imobiliária, torna mais difícil a análise do setor, na medida em que a segmentação por tipos de FIs não é uma tarefa trivial. De forma simplificada, e observando apenas a descrição das estratégias de investimento contidas em uma amostra de pouco mais de 100 regulamentos, divulgados no mercado e nos perfis da maioria dos fundos listados na BM&FBovespa, apurou-se que 81% destes fundos têm seus patrimônios preponderantemente voltados para a estratégia de renda, associada a algum tipo de arrendamento, locação ou aluguel, seguidos de longe pela estratégia financeira (investimentos em ativos financeiros de origem imobiliária), que equivale a 13% do total do patrimônio líquido da amostra. Neste sentido, e com o objetivo de prover informação sistematizada sobre os fundos de investimento imobiliário, a ANBIMA vem trabalhando em uma metodologia de classificação, aos moldes do que foi feito no passado para os fundos de investimento regulamentados pela Instrução CVM nº 409.

**Tabela 5: Informe mensal
posição dez/2013 (R\$ milhões)**

Nº de fundos	160
Variáveis	Total amostra
Ativo	57.670,94
Patrimônio líquido	46.301,80
Número de cotas emitidas	4.603,19
Valor (médio) patrimonial das cotas	20.121,65
Número de cotistas	218.255
Informações do ativo	57.670,94
Total mantido para as necessidades de liquidez (art. 46, § único, ICVM 472/08)	1.608,25
Disponibilidades	103,04
Títulos públicos	478,46
Títulos privados	60,33
Fundos de renda fixa	966,41
Total investido	53.573,51
Direitos reais sobre bens imóveis	35.010,91
Terrenos	570,94
Imóveis para renda acabados	30.568,58
Imóveis para renda em construção	3.528,97
Imóveis para venda acabados	138,17
Imóveis para venda em construção	126,08
Outros direitos reais	5,68
Ações	177,60
Debêntures	-
Bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificado de desdobramentos	-
Certificados de depósitos de valores mobiliários	2,80
Cédulas de debêntures	-
Fundo de ações (FIA)	0,73
Fundo de Investimento em Participações (FIP)	69,46
Fundo de Investimento Imobiliário (FII)	2.828,88
Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)	0,04
Outras cotas de fundos de investimento	561,51
Notas promissórias	-
Ações de sociedades cujo único propósito se enquadra entre as atividades permitidas aos FII	766,48
Cotas de sociedades que se enquadre entre as atividades permitidas aos FII	588,52
Certificados de Potencial Adicional de Construção (Cepac)	7.191,54

continua.

continuação.

Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)	2.974,37
Letras Hipotecárias	6,37
Letras de Crédito Imobiliário (LCI)	3.205,69
Outros valores mobiliários	183,73
Valores a receber	2.489,17
Contas a receber por aluguéis	1.079,14
Contas a receber por venda de imóveis	607,99
Outros valores a receber	801,65
Informações do passivo	11.369,14
Rendimentos a distribuir	210,97
Taxa de administração a pagar	29,41
Taxa de performance a pagar	5,52
Obrigações por aquisição de imóveis	2.438,15
Adiantamento por venda de imóveis	1,82
Adiantamento de valores de aluguéis	331,30
Obrigações por securitização de recebíveis	437,98
Instrumentos financeiros derivativos	1.758,93
Provisões para contingências	26,61
Outros valores a pagar	6.128,46

Fonte: CVM.

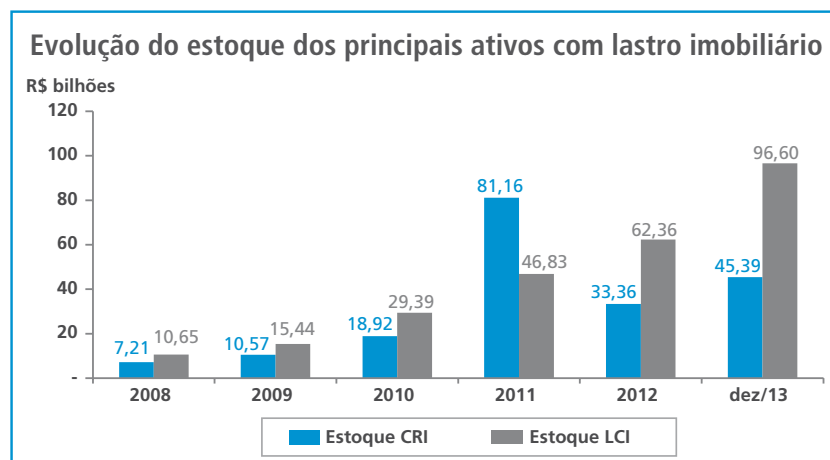
A predominância da estratégia de renda identificada no levantamento anterior é corroborada pela análise da carteira dos FIs em mercado, com R\$ 50 milhões ou mais de patrimônio líquido, com base em dados de dezembro de 2013. O corte dado pela amostra por esse montante mínimo de patrimônio líquido listou 148 fundos que representam 97% do patrimônio da indústria de FIs e têm 5,6 bilhões de cotas distribuídas para 234 mil cotistas. Do total investido (R\$ 58 bilhões) por esses fundos, 62% referem-se a imóveis para renda (acabados e em construção) e 31% a ativos financeiros de origem imobiliária⁸. Destes, os destaques foram a alocação em Cepacs, principalmente os originados no projeto do Porto Maravilha no Rio de Janeiro, e em CRI, que são lastreados por

8. Vale ressaltar que grande parte dos FIs, cuja estratégia é de renda, também definem em seus regulamentos a possibilidade de aplicar recursos em ativos financeiros de origem imobiliária, por isso um peso maior destes na carteira em relação ao corte por estratégia.

créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel.

3.7. A oferta de ativos financeiros de origem imobiliária é ainda limitada

A avaliação de alguns agentes é que haveria limitada oferta de ativos com lastro de origem imobiliária para os FIs com estratégia financeira. A análise dos níveis de estoque na Cetip dos principais valores mobiliários de origem imobiliária (CRI e LCI), passíveis de serem utilizados nas carteiras dos FIs, não permite chegar a essa conclusão. Os estoques de CRI e de LCI, entre o final de 2008 (primeiro ano com possibilidade de estruturação de FIs com foco nesses ativos) e 2013, apresentaram um crescimento de 330% e 526%, respectivamente. Se comparados ao total do patrimônio líquido dos FIs em dezembro de 2013, o estoque de CRI atingiu 84% desse saldo e o de LCI superou em quase 80% o patrimônio líquido dos fundos.



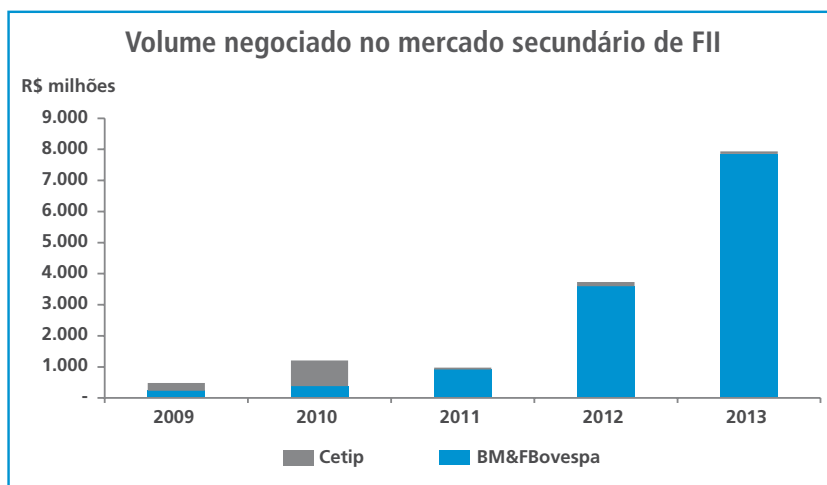
Fonte: Cetip.

3.8. A administração dos FIs também é concentrada

A especificidade das carteiras dos FIs, em grande medida compostas por imóveis, e a exigência regulatória de constituição de departamento técnico especializado ou terceirização deste trabalho, sem que haja a transferência da responsabilidade final, acabam, como nos demais fundos estruturados, contribuindo para a concentração dos FIs em poucos administradores. Segundo o site da CVM, em dezembro de 2013 havia 36 administradores de FIs com 223 fundos sob gestão, sendo que 5 instituições administradoras detinham 66% do patrimônio líquido da indústria, 74% das cotas e 47% do número total de fundos em funcionamento.

3.9. Mercado secundário

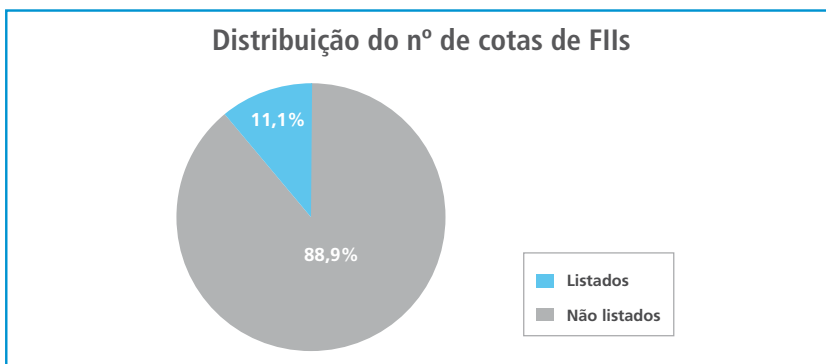
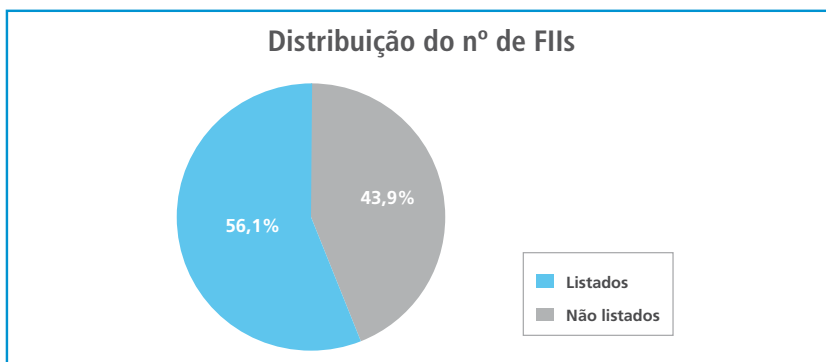
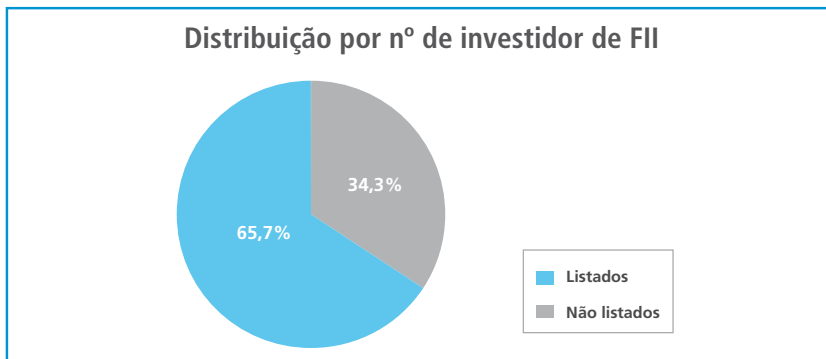
Como não há a opção de pedido de resgate dos FIs, a única forma de o investidor se desfazer de sua posição é vender suas cotas na bolsa de valores ou no mercado de balcão. Para tanto, é necessário que o fundo imobiliário esteja registrado para negociação na BM&FBovespa ou na Cetip. Contudo, observa-se que a liquidez está concentrada na Bolsa, que responde por 90% do volume negociado de cotas de FI desde 2009.



Fonte: Cetip.

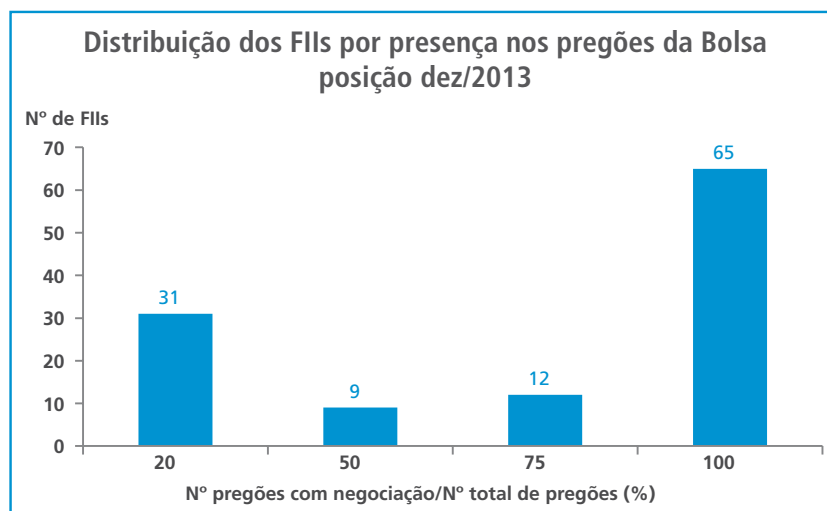
Os fundos de investimento imobiliário passaram a ser listados na bolsa brasileira em dezembro de 1994, poucos meses após o primeiro FII ser colocado em mercado, e desde então as emissões vêm sendo crescentemente registradas naquele ambiente para negociação. Em 2008, 34,2% dos FIIs em funcionamento eram listados, percentual que chegou a 56,1% em dezembro de 2013, envolvendo mais de 101 mil investidores. A representatividade dos fundos listados é ainda maior em relação ao patrimônio líquido da indústria de FIIs (65,8% do total). Em relação ao número de cotas distribuídas, o percentual listado é baixo, com 88,4% do total fora de Bolsa. Isso, em grande medida, se explica pelo fato de que o FII emitido pela Caixa Econômica Federal com foco nos projetos de execução do Porto Maravilha, que representa mais de 70% do total de cotas em mercado, não está listado para negociação em Bolsa.

Fundos de investimento imobiliário na BM&FBovespa



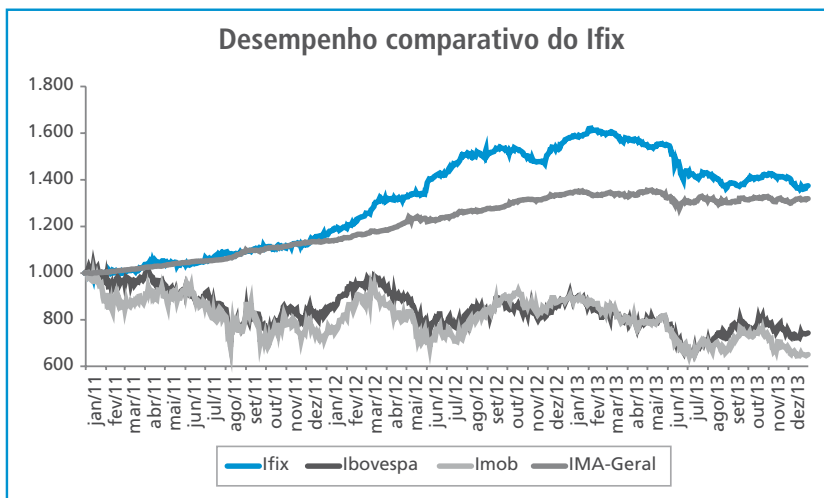
Fonte: CVM e BM&FBovespa.

A liquidez das cotas de FIIs na Bolsa aumentou com o crescimento do número de FIIs listados naquele ambiente. A análise da série histórica dos negócios, divulgada pela Bolsa, permite observar uma melhora de todos os indicadores nos últimos anos, em especial, a partir do terceiro trimestre de 2012, com o registro do fundo BB Progressivo II, maior fundo em número de cotistas e quinto maior em patrimônio líquido. Em dezembro de 2013, 67 fundos (58%) dos 115 FIIs listados na Bolsa tiveram negócios em no mínimo 2/3 dos pregões ocorridos nos últimos 12 meses e apenas 10% deles não tiveram negócio no período. Analisando a liquidez por esse indicador, o investidor, para a maior parte dos FIIs em Bolsa, consegue desfazer sua posição com relativa rapidez, o que tradicionalmente não ocorre no investimento direto em imóveis. No entanto, a venda pode ser feita com perda em relação ao valor da cota quando da realização do investimento, dependendo do comportamento dos ativos da carteira e/ou da demanda do mercado.

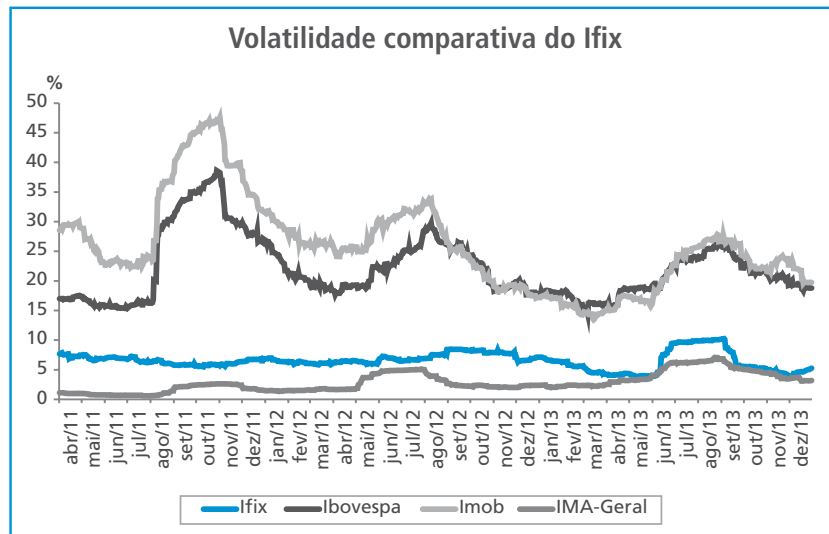


Fonte: BM&FBovespa.

Uma crítica de agentes do mercado diz respeito à elevada volatilidade das cotas na Bolsa, que têm preços *on line*, disponíveis em tela, e podem ser negociadas, à semelhança das ações, via sistemas de *home broker* durante o horário de funcionamento do pregão. A avaliação é de que o aumento da base de negociação, com mais cotistas e FIs, e a maior diversificação das estratégias de investimentos dos fundos, teriam ampliado o número de investidores que desfazem suas posições ao menor movimento do valor de suas cotas, sem levar em conta o caráter estrutural desta aplicação e o fato de que o desempenho do FII pode estar associado ao estágio dos investimentos, e requerer um prazo mais longo de maturação. Esse tipo de comportamento contribuiria para descolamentos não fundamentados do valor de mercado das cotas do FII relativamente ao seu respectivo patrimônio líquido. Outros representantes do mercado, contudo, consideram a maior volatilidade do valor das cotas em bolsa natural em um mercado em desenvolvimento e com forte correlação com o desempenho econômico.



Fonte: ANBIMA e BM&FBovespa.



Fonte: ANBIMA e BM&FBovespa.

Na verdade, a volatilidade mensal anualizada do Ifix, criado pela BM&FBovespa em 2012 para medir a performance de uma carteira teórica de FII's, acentuou-se até o começo de setembro de 2013, chegando a alcançar mais de 10% nesse mês e superando a média histórica do índice (em torno de 7%), que retroage a janeiro de 2010. Contudo, se comparado com a volatilidade do Ibovespa e do Imob, índices representativos de carteiras teóricas de ações de empresas de diversos segmentos e do setor imobiliário, respectivamente, o Ifix tem se mostrado bem menos volátil. Ainda assim, foi consenso nas entrevistas realizadas com o mercado que o investimento em fundos imobiliários deveria ser tratado dentro de uma perspectiva de médio e longo prazo, com o investidor buscando obter o máximo de informações sobre as especificidades e estratégias de aplicação de cada fundo.

Na Cetip, em outubro de 2013, foram identificados 34 fundos imobiliários em funcionamento, com dados de estoque, volume depositado e de negócios di-

vulgados desde julho de 2009. O estoque estava em R\$ 6,6 bilhões, dos quais mais de 50% referentes a um único FII – o da Caixa Porto Maravilha. Cerca de 11 dos 34 fundos registraram negócios, que não chegaram a 15% do volume depositado na Cetip, sendo que os três mais negociados não envolveram mais do que quatro cotistas. Comparados às demais cotas de fundos fechados registrados nesse ambiente, os FIIs ainda são pouco representativos, respondendo por menos de 8% dos estoques.

Tabela 6: Anexo

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
Caixa FII Porto Maravilha	3.902,23	3.500.000	Caixa Econômica Federal	7,2%	61,0%	1,11	Não	Sim
FII BTG Pactual Corporate Office Fund.	3.260,10	19.225	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	6,0%	0,3%	169,58	Sim	Não
Opportunity FII	2.610,42	624	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	4,8%	0,0%	4.180,06	Sim	Não
Kinea Renda Imobiliária	2.197,73	1.380	Intrag DTVM Ltda.	4,1%	0,0%	1.592,91	Sim	Não
BB Progressivo II FII	1.649,35	15.920	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	3,1%	0,3%	103,60	Sim	Não
FII Shopping Parque D. Pedro	1.273,33	1.629	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	2,4%	0,0%	781,53	Sim	Não
FII Península	1.259,15	225	Banco Ourinvest S.A.	2,3%	0,0%	5.597,41	Não	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
Cshg Real Estate FII	1.224,60	738	Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.	2,3%	0,0%	1.658,66	Sim	Não
Ventura II-A FI Imobiliário FII	1.191,49	693	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	2,2%	0,0%	1.720,32	Não	Não
FII Prime Portfolio	1.103,97	4.587	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	2,0%	0,1%	240,67	Não	Sim
CSHG Brasil Shopping FII	1.102,88	537	Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.	2,0%	0,0%	2.051,90	Sim	Não
FII Votorantim Securities II	1.002,08	1.002	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	1,9%	0,0%	1.000,37	Não	Sim
FII TB Office	961,43	10.050	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	1,8%	0,2%	95,66	Sim	Não
FII Torre Norte	895,71	3.936	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	1,7%	0,1%	227,59	Sim	Não
FII Ancar IC	813,24	451	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	1,5%	0,0%	1.802,74	Sim	Não
Arena FII	773,63	1.124.174	BRL Trust DTVM S.A.	1,4%	19,6%	0,69	Não	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
FII Votorantim Securities III	727,90	728	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	1,3%	0,0%	1.000,37	Não	Sim
BRPR 68 FII Desenvolvimento II	692,26	550	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	1,3%	0,0%	1.258,95	Não	Não
Kinea Rendimentos Imobiliários FII	691,26	694	Intrag DTVM Ltda.	1,3%	0,0%	995,99	Sim	Não
FII Grand Plaza Shopping	649,98	61.019	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	1,2%	1,1%	10,65	Sim	Não
Lagra FII	649,23	57	Momento DTVM Ltda.	1,2%	0,0%	11.450,15	Não	Não
FII Eldorado	640,16	770	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	1,2%	0,0%	831,70	Não	Sim
FII Property	637,00	54	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	1,2%	0,0%	11.796,34	Não	Não
BB FIIProgressivo	559,11	130	Caixa Econômica Federal	1,0%	0,0%	4.300,85	Sim	Não
Santander Agências FII	550,05	5.632	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	1,0%	0,1%	97,67	Sim	Não
FII Êxito	516,49	400	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	1,0%	0,0%	1.290,48	Não	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registrados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
FII Via Parque Shopping	486,89	2.121	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,9%	0,0%	229,60	Sim	Não
FII Edifício Almirante Barroso	474,12	105	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,9%	0,0%	4.524,08	Sim	Não
FII Comercial Progressivo II	450,98	2.977	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,8%	0,1%	151,50	Sim	Não
FII Parque Dom Pedro Shopping Center	450,67	238	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,8%	0,0%	1.889,80	Sim	Não
JS Real Estate Multigestão FII	446,45	419	Banco J. Safra S.A.	0,8%	0,0%	1.064,48	Sim	Não
FII Agências Caixa	434,28	405	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,8%	0,0%	1.072,30	Sim	Não
FP F Andromeda FII	425,83	2.055	Coivalores CCVM Ltda.	0,8%	0,0%	207,17	Não	Sim
CSHG Logística FII	407,31	340	Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.	0,8%	0,0%	1.197,61	Sim	Não
FII BTG Pactual Fundo de Fundos	387,99	4.216	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,7%	0,1%	92,03	Sim	Não
FII Edifício Galeria	385,36	3.812	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,7%	0,1%	101,09	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Adminis- trador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Boves- pa	Registra- dos na Cetip*
	54.007,35	5.735,329						
FII Caixa Incorporação	365,96	0	Caixa Econômica Federal	0,7%	0,0%	1.045.597,63	Não	Sim
FII Torre Almirante	356,57	105	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,7%	0,0%	3.405,60	Sim	Não
FII Shopping Patio Higienópolis	345,04	578	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,6%	0,0%	596,59	Sim	Não
FII Phorbis	294,96	28	Corretora Geral de Valores e Cambio Ltda.	0,5%	0,0%	10.720,36	Não	Não
FII Caixa Desenvolvimento Imobiliário	292,75	0	Caixa Econômica Federal	0,5%	0,0%	982.387,40	Não	Sim
FII - Presidente Vargas	290,03	195	BEM - DTVM Ltda.	0,5%	0,0%	1.487,34	Sim	Não
FII BB Votorantim JHSF Cid. Jardim Continental Tower	289,13	2.710	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	0,5%	0,0%	106,69	Sim	Não
FII Rio Bravo Renda Corporativa	263,74	138.509	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,5%	2,4%	1,90	Sim	Não
FII Campus Faria Lima	258,02	167	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,5%	0,0%	1.545,05	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registrados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
FII Cenesp	251,08	1.958	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,5%	0,0%	128,21	Sim	Não
FII General Shopping Ativo e Renda	246,00	2.563	Socopa Sociedade Corretora Paulista S.A.	0,5%	0,0%	96,00	Sim	Não
FII PROJ Agua Branca	243,08	750	Coin - DTVM Ltda.	0,5%	0,0%	324,10	Sim	Não
Maxi Renda FII	238,73	2.300	Citibank DTVM S.A.	0,4%	0,0%	103,81	Sim	Não
Máxima Renda Corporativa FII	238,73	2.300	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,4%	0,0%	103,81	Sim	Sim
FII Rio Negro	235,77	2.676	Citibank DTVM S.A.	0,4%	0,0%	88,11	Sim	Não
FII VBI FL 4440	231,79	2.150	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,4%	0,0%	107,81	Sim	Não
XP Corporate Macaé FII	228,00	2.415	Citibank DTVM S.A.	0,4%	0,0%	94,43	Sim	Não
CSHG JHSF Prime Offices FII	227,52	165	Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.	0,4%	0,0%	1.378,89	Sim	Não
FII Edifício Castelo	224,27	1.327	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,4%	0,0%	168,97	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registrados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
JS Real Estate Recebíveis Imobiliários FII	223,82	228	Banco J. Safra S.A.	0,4%	0,0%	981,38	Sim	Não
FII Shopping Jardim Sul	216,65	2.223	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,4%	0,0%	97,46	Sim	Não
FII Industrial do Brasil	214,64	665	Coinvalores CCVM Ltda.	0,4%	0,0%	323,01	Sim	Não
Golden Tulip Belo Horizonte FII	204,92	1.718	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	0,4%	0,0%	119,29	Sim	Não
FII Hospital Nossa Senhora de Lourdes	197,37	1.145	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,4%	0,0%	172,40	Sim	Não
FII RSB 1	196,45	159	NSG Capital Serviços Financeiros DTVM S.A.	0,4%	0,0%	1.232,02	Sim	Sim
FII Tag GR IV	195,40	17	BRL Trust DTVM S.A.	0,4%	0,0%	11.197,71	Não	Não
FII Polo Shopping Indaiatuba	185,99	78.492	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	0,3%	1,4%	2,37	Não	Sim
FII Continental Square Faria Lima	182,55	69.034	BR-Capital DTVM S.A.	0,3%	1,2%	2,64	Sim	Não
TRX Realty Logística Renda I FII	181,38	1.591	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,3%	0,0%	113,98	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
Real Minas FII	180,82	1.264	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,3%	0,0%	143,10	Não	Não
FII CSHG Desenvolvimento de Shoppings Populares	178,71	160	Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.	0,3%	0,0%	1.120,30	Sim	Não
FII Brasil Plural Absoluto Fundo de Fundos	178,39	2.000	Geração Futuro CV S.A.	0,3%	0,0%	89,20	Sim	Não
SP Downtown FII	176,53	1.798	Geração Futuro CV S.A.	0,3%	0,0%	98,18	Sim	Não
Domo FII	175,56	175	Caixa Econômica Federal	0,3%	0,0%	1.003,19	Não	Não
FII Vila Olimpia Corporate	169,95	1.785	Citibank DTVM S.A.	0,3%	0,0%	95,22	Sim	Não
FII Mercantil do Brasil	165,11	102	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,3%	0,0%	1.624,10	Sim	Não
FII Panamby	161,68	758	Brkb DTVM S.A.	0,3%	0,0%	213,18	Sim	Não
RB Capital Renda I FII	160,95	927	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,3%	0,0%	173,59	Sim	Não
FII RB Logística	158,40	117.128	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,3%	2,0%	1,35	Não	Não
RB Capital Desenvol. Residencial II FII	157,26	127	Citibank DTVM S.A.	0,3%	0,0%	1.242,96	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registrados na Cetip*
	54.007,35	5.735,329						
FII Hotel Maxinvest	156,84	715	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,3%	0,0%	219,51	Sim	Não
FII Caixa Cedae	155,17	69	Caixa Econômica Federal	0,3%	0,0%	2.264,72	Sim	Não
FII Pateo Moinhos de Vento	154,41	234	BR-Capital DTVM S.A.	0,3%	0,0%	660,97	Não	Não
FII BM Brascan Lajes Corporativas	154,25	998	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,3%	0,0%	154,50	Sim	Não
BB Renda Corporativa FII	154,03	1.590	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	0,3%	0,0%	96,87	Sim	Não
FII Golden	153,95	171	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,3%	0,0%	898,70	Não	Não
Caixa Rio Bravo Fundo de FII	153,65	158	Caixa Econômica Federal	0,3%	0,0%	975,10	Sim	Não
FII Cyrela Thera Corporate	150,93	1.368	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,3%	0,0%	110,31	Sim	Não
OAR	150,79	98	BRL Trust DTVM S.A.	0,3%	0,0%	1.534,78	Não	Não
FII Vereda	148,61	550	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,3%	0,0%	270,16	Sim	Não
SDI Logística Rio - FII	145,93	1.439	Citibank DTVM S.A.	0,3%	0,0%	101,42	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registrados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
FII BTG Pactual Fundo de Cri	145,83	1.461	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,3%	0,0%	99,79	Sim	Não
AF Invest São Sebastião FII FII	145,51	149	Citibank DTVM S.A.	0,3%	0,0%	974,79	Sim	Não
FII Property Invest	144,84	1.112	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,3%	0,0%	130,27	Não	Não
Aquilla FII	142,82	81	Foco DTVM Ltda.	0,3%	0,0%	1.756,19	Sim	Não
FII Votorantim Plus	135,00	1.350	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	0,2%	0,0%	100,00	Sim	Não
RB Capital Renda II FII	134,91	1.852	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	0,2%	0,0%	72,86	Sim	Não
PMV FII	134,90	135	Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.	0,2%	0,0%	999,88	Não	Não
Dovel FII	134,01	57	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	0,2%	0,0%	2.366,59	Sim	Não
FII Centro Textil Internacional	133,24	36.320	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,2%	0,6%	3,67	Sim	Não
FII Ceo Cyrela Commercial Properties	129,72	1.594	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,2%	0,0%	81,40	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Adminis- trador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Boves- pa	Registra- dos na Cetip*
	54.007,35	5.735,329						
JHSF Rio Bravo Fa- zenda Boa Vista Cap. Protegido FII	126,09	1.254	Caixa Econômica Federal	0,2%	0,0%	100,54	Sim	Não
Castello Branco Office Park FII	125,19	142	Credit Suisse Hedging- Griffo CV S.A.	0,2%	0,0%	884,71	Sim	Não
RB Capital General Shopping Sulacap FII	121,94	1.078	Citibank DTVM S.A.	0,2%	0,0%	113,11	Sim	Não
FII Max Retail	119,43	59	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,2%	0,0%	2.015,85	Sim	Não
FII GWI Condo- mínios Logísticos	114,47	730	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,2%	0,0%	156,80	Sim	Não
Gávea Fundo de FII	112,29	120	Bem - DTVM Ltda.	0,2%	0,0%	938,88	Sim	Não
FII Pateo Bandeiran- tes	111,46	1.379	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,2%	0,0%	80,85	Não	Não
FII GWI Renda Imobiliária	110,93	382	BR-Capital DTVM S.A.	0,2%	0,0%	290,39	Sim	Não
Aesapar FII	109,79	753	Citibank DTVM S.A.	0,2%	0,0%	145,90	Sim	Não
FII Claritas Logística I	108,78	10	Citibank DTVM S.A.	0,2%	0,0%	11.105,68	Não	Sim
JPP FII	108,32	0	Bem - DTVM Ltda.	0,2%	0,0%	.002.939,61	Não	Sim

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registrados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
CSHG Recebíveis Imobiliários	107,48	105	Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.	0,2%	0,0%	1.026,44	Sim	Não
BB Renda de Papéis Imobiliários FII	105,83	107	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	0,2%	0,0%	984,63	Sim	Sim
XP Gaia Lote I	104,76	1.051	Citibank DTVM S.A.	0,2%	0,0%	99,68	Sim	Não
Caixa FII VLT - Veículo Leve Sobre Trilhos	104,58	104.940	Caixa Econômica Federal	0,2%	1,8%	1,00	Não	Não
TRX Edifícios Corporativos FII	101,46	1.467	Citibank DTVM S.A.	0,2%	0,0%	69,16	Sim	Não
Polo FII - Recebíveis Imobiliários II	101,15	1.000	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,2%	0,0%	101,15	Não	Não
FII São Fernando	100,78	981	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,2%	0,0%	102,68	Sim	Não
FII MSL 13	100,44	107	Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.	0,2%	0,0%	937,38	Sim	Não
Polo FII Recebíveis Imobiliários I	99,04	954	Citibank DTVM S.A.	0,2%	0,0%	103,79	Não	Sim
FII The One	98,85	91	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,2%	0,0%	1.085,06	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Adminis- trador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Boves- pa	Registra- dos na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
FII Infra Real Estate	97,80	0	Planner CV S.A.	0,2%	0,0%	1.481.774,30	Não	Não
Fator Verita FII	95,66	876	Banco Fator S.A.	0,2%	0,0%	109,15	Sim	Não
FII Hermes	94,19	54	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,2%	0,0%	1.734,03	Não	Não
FII Mistral	92,28	8.704	Corretora Geral de Valores e Cambio Ltda.	0,2%	0,2%	10,60	Não	Não
JS Real Estate Renda Imobiliária FII	90,51	91	Banco J. Safra S.A.	0,2%	0,0%	990,00	Sim	Não
FII da Região do Porto	89,93	100.100	Caixa Econômica Federal	0,2%	1,7%	0,90	Não	Não
F Fortaleza II	89,81	500	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,2%	0,0%	179,63	Não	Não
FII Shopping West Plaza	89,71	989	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,2%	0,0%	90,67	Sim	Não
CSHG GR Louveira FII	88,02	93	Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.	0,2%	0,0%	946,57	Sim	Não
RB Capital Petros FII	87,74	89	BEM - DTVM Ltda.	0,2%	0,0%	983,27	Não	Sim
FII F Brasília Machado II	87,52	140	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,2%	0,0%	625,15	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registrados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
Mais Shopping Largo 13 FII	84,71	91	Banco Bradesco S.A.	0,2%	0,0%	932,48	Sim	Não
Kinea II Real Estate Equity FII	84,07	86.925	Intrag DTVM Ltda.	0,2%	1,5%	0,97	Sim	Não
Ático Renda FII	84,00	840	Gradual Cctvm S.A.	0,2%	0,0%	100,00	Sim	Sim
Renda de Escritórios FII	83,00	742	BB Gestão De Recursos DTVM S.A.	0,2%	0,0%	111,86	Sim	Não
FII Top Center	81,63	600	BRL Trust DTVM S.A.	0,2%	0,0%	136,05	Não	Não
FII Brasília Parking	79,13	791	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,1%	0,0%	100,05	Não	Não
Personale I FII	78,27	51.700	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	0,1%	0,9%	1,51	Sim	Não
FII Anhanguera Educacional	75,58	518	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,1%	0,0%	145,91	Sim	Não
FII Memorial Office	73,47	508	Coin - DTVM Ltda.	0,1%	0,0%	144,63	Sim	Não
WM RB Capital FII	72,36	66	Citibank DTVM S.A.	0,1%	0,0%	1.094,98	Sim	Não
FII Europar	72,26	355	Banif Banco de Investimento (Brasil) S.A.	0,1%	0,0%	203,55	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Adminis- trador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Boves- pa	Registra- dos na Cetip*
	54.007,35	5.735,329						
Loginvest FII Industrial	71,90	17	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,1%	0,0%	4.204,77	Não	Não
Banrisul Novas Fronteiras FII	67,16	700	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,1%	0,0%	95,95	Sim	Não
FII Estrutura II	66,21	51	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,1%	0,0%	1.304,58	Não	Sim
FII RB Capital Prime Realty II	65,26	800	Citibank DTVM S.A.	0,1%	0,0%	81,58	Sim	Não
FII Inhaúma	65,26	10	GDC Partners Serv. Fiduciários DTVM Ltda.	0,1%	0,0%	6.525,68	Não	Não
Multigestão Renda Comercial FII	63,69	463	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,1%	0,0%	137,49	Sim	Não
RB Capital Trancheado I - FII	62,31	574	Citibank DTVM S.A.	0,1%	0,0%	108,57	Não	Sim
Starx FII	59,08	7	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,1%	0,0%	8.097,16	Não	Não
FII JHSF Catarina Corporate	59,03	58	Planner CV S.A.	0,1%	0,0%	1.010,23	Não	Não
JPP Capital FII	55,03	55	Banco Petra S.A.	0,1%	0,0%	1.000,52	Sim	Não
FII Hospital da Criança	53,44	200	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,1%	0,0%	267,20	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
FII Floripa Shopping	52,72	48	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,1%	0,0%	1.098,25	Sim	Não
FII Caixa TRX Logística Renda	52,39	54	Caixa Econômica Federal	0,1%	0,0%	977,45	Sim	Não
Rio Bravo Crédito Imobiliário II FII	49,86	516	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,1%	0,0%	96,65	Sim	Não
Sb FII	48,01	48	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	0,1%	0,0%	1.010,78	Não	Sim
Lateres FII	46,97	47	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	0,1%	0,0%	993,51	Sim	Não
Rio Bravo Crédito Imobiliário I FII	45,03	53	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,1%	0,0%	847,96	Sim	Não
FII Inca II	44,00	220	Socopa Sociedade Corretora Paulista S.A.	0,1%	0,0%	200,00	Não	Não
Aquilla Renda FII	43,97	33	Foco DTVM Ltda.	0,1%	0,0%	1.317,26	Não	Não
FII Novo Horizonte	43,67	41.495	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	0,1%	0,7%	1,05	Sim	Não
SCP FII	43,11	4.200	BR-Capital DTVM S.A.	0,1%	0,1%	10,26	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registrados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
FII Edifício Ourinvest	40,31	236	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,1%	0,0%	170,81	Sim	Não
FII Treviso	39,95	1	BRL Trust DTVM S.A.	0,1%	0,0%	39.951,38	Não	Não
Atrium Nações Unidas FII	39,81	1	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,1%	0,0%	39.814,73	Não	Não
FII Ametista	39,34	420	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,1%	0,0%	93,68	Não	Sim
Fator Ifix FII	33,79	366	Banco Fator S.A.	0,1%	0,0%	92,32	Sim	Não
FII Terra	31,70	33	Banco Petra S.A.	0,1%	0,0%	951,84	Não	Não
Salus II FII	31,56	0	GDC Partners Serv. Fiduciários DTVM Ltda.	0,1%	0,0%	1.052.105,86	Não	Não
FII BTG Pactual Malls	28,54	30	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,1%	0,0%	957,45	Sim	Não
FII Cibrasec Crédito Imobiliário	28,42	46	Citibank DTVM S.A.	0,1%	0,0%	616,01	Não	Sim
Cica Jundiaí - FII	27,35	20	BRL Trust DTVM S.A.	0,1%	0,0%	1.379,70	Não	Não
Santander Recebíveis Imobiliários FII	26,87	5	Banco Santander (Brasil) S.A.	0,0%	0,0%	5.374,20	Sim	Não
FII RB Capital Prime Realty I	26,60	1.000	Citibank DTVM S.A.	0,0%	0,0%	26,60	Sim	Sim

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
Landix Wgl I FII	25,39	25	Planner CV S.A.	0,0%	0,0%	1.015,63	Não	Não
FII NCH Brasil Recebíveis Imobiliários	24,73	25	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,0%	0,0%	1.006,60	Sim	Não
FII Comprev	24,07	12.243	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,0%	0,2%	1,97	Não	Sim
Urbanização I FII	22,55	197	Planner CV S.A.	0,0%	0,0%	114,60	Não	Não
FII BTG Pactual Shoppings	20,68	318	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,0%	0,0%	65,00	Não	Sim
FII Araucárias	20,23	10	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,0%	0,0%	2.022,68	Não	Não
Tag Success FII	16,97	1	BRL Trust DTVM S.A.	0,0%	0,0%	16.965,90	Não	Não
Transinc FII	16,87	18	Banco Petra S.A.	0,0%	0,0%	931,18	Não	Não
FII Rodobens	16,66	40	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,0%	0,0%	416,60	Não	Não
Vector Queluz Lajes Corporativas FII	15,91	17	Planner CV S.A.	0,0%	0,0%	942,85	Não	Não
FII Rubi	15,18	2.003	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,0%	0,0%	7,58	Não	Não
FII Polo Estoque	14,21	14.228	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,0%	0,2%	1,00	Não	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Adminis- trador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Boves- pa	Registra- dos na Cetip*
	54.007,35	5.735,329						
Merito Desenvolvimento Imobiliário I - FII	12,33	123	Planner CV S.A.	0,0%	0,0%	100,48	Sim	Não
FII Patrimonial IV	10,83	52	GDC Partners Serv. Fiduciários DTVM Ltda.	0,0%	0,0%	208,05	Não	Não
FII Rep 1 CCS	9,58	10	Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.	0,0%	0,0%	957,64	Sim	Não
FII JHS Catarina Corporate Berlim	9,35	9	Planner CV S.A.	0,0%	0,0%	997,78	Não	Não
Polo Torp Terrenista - FII	7,82	83	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,0%	0,0%	94,62	Sim	Sim
ETR Properties FII	6,54	0	Banco Petra S.A.	0,0%	0,0%	100.632,54	Não	Sim
FII XP Brighton Desenvolvi. de Agências	5,63	8	Citibank DTVM S.A.	0,0%	0,0%	751,27	Não	Não
FII Votorantim Securities	5,00	5	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	0,0%	0,0%	1.000,37	Não	Sim
FII SC 401	3,75	10	Corretora Geral de Valores e Cambio Ltda.	0,0%	0,0%	359,48	Não	Não
FII Nova Morada	2,77	66	C&D DTVM S.A.	0,0%	0,0%	41,86	Não	Não
Porto da Ponta FII	2,05	3	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	0,0%	0,0%	682,39	Sim	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
FII RB Capital Patrimonial V	1,44	11	GDC Partners Serv. Fiduciários DTVM Ltda.	0,0%	0,0%	126,98	Não	Não
Banco do Nordeste - Agências - FII	1,40	20	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,0%	0,0%	70,17	Não	Sim
RB Capital Anhangueira FII	1,17	0	GDC Partners Serv. Fiduciários DTVM Ltda.	0,0%	0,0%	11.673,03	Não	Não
Sabiá FII	1,13	17	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,0%	0,0%	66,75	Não	Não
Salus FII	1,10	0	GDC Partners Serv. Fiduciários DTVM Ltda.	0,0%	0,0%	11.046,65	Não	Não
Fidelidade FII	1,08	1	BRL Trust DTVM S.A.	0,0%	0,0%	1.750,92	Não	Não
Bird FII	0,98	1.000	Solidus S.A. CCVM	0,0%	0,0%	0,98	Não	Não
FII Geo Guararapes	0,88	12.583	BCV - Banco de Crédito e Varejo S.A.	0,0%	0,2%	0,07	Não	Não
FII Esmeralda	0,37	5	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,0%	0,0%	73,36	Não	Sim
BTG Pactual FII Renda III	0,20	220	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,0%	0,0%	0,92	Não	Sim
FII CR2 RJZ II	0,20	38	Banco ABN AMRO S.A.	0,0%	0,0%	5,15	Não	Não
FII Onix	0,19	7	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,0%	0,0%	27,84	Não	Sim
FII Premier Realty	0,19	1.960	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,0%	0,0%	0,10	Não	Não

continua.

continuação.

Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Adminis- trador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Boves- pa	Registra- dos na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
FII RM Leblon Corporate	0,13	200	BRL Trust DTVM S.A.	0,0%	0,0%	0,66	Não	Não
FII CR2 Laranjeiras	0,10	45	Banco ABN AMRO S.A.	0,0%	0,0%	2,18	Não	Não
FII Bússola	0,01	0	Banco Petra S.A.	0,0%	0,0%	1.000,00	Não	Não
FII Fortiori	0,00	0	Geração Futuro CV S.A.	0,0%	0,0%	11,73	Sim	Não
FII Com- mercial Properties	0,00	0	Oliveira Trust DTVM S.A.	0,0%	0,0%	1,00	Sim	Não
FII VC Yago	0,00	0	BRL Trust DTVM S.A.	0,0%	0,0%	1,00	Sim	Não
BTG Pactual FII Recebíveis Imobiliá- rios	0,00	0	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,0%	0,0%	0,01	Não	Não
BTG Pactual FII Renda II	0,00	0	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	0,0%	0,0%	0,01	Não	Não
FII Sonda	0,00	0	Socopa Sociedade Corretora Paulista S.A.	0,0%	0,0%	0,01	Não	Não
FII Brasil Multi Shopping Centers	-0,00	0	BR-Capital DTVM S.A.	0,0%	0,0%	-4,68	Não	Não
FII Patrimonial II	-0,03	4	GDC Partners Serv. Fiduciários DTVM Ltda.	0,0%	0,0%	-6,19	Não	Não
Cidade Nova FII	-0,05	4	GDC Partners Serv. Fiduciários DTVM Ltda.	0,0%	0,0%	-12,90	Não	Não
FII FCM	-24,95	47	Rio Bravo Investimentos - DTVM Ltda.	0,0%	0,0%	-531,22	Não	Não

► 4. PERCEPÇÕES E TENDÊNCIAS DO MERCADO

Conforme mencionado no capítulo anterior, o mercado de FIs vem ganhando dinamismo desde o final de 2011, impulsionado por diversos fatores, em especial a redução dos juros e as mudanças no marco regulatório.

Apesar de crescente, o segmento ainda é bastante incipiente, sobretudo se comparado com mercados mais desenvolvidos, como o norte-americano. Neste sentido, foram apontadas pelos agentes de mercado entrevistados questões relacionadas a fatores críticos, janelas de oportunidade, desafios e necessidades de aprimoramento da indústria de fundos de investimento imobiliário. Em geral, a percepção é que, embora a Lei que rege os fundos imobiliários (Lei nº 8.668/93) seja bastante restritiva em relação à atuação desses fundos, ainda haveria muito espaço para aprimoramentos, seja no âmbito da regulação ou da autorregulação.

Este capítulo se propõe a discutir algumas dessas questões, apresentando os principais consensos e dissensos em relação a temas que de alguma forma já foram tratados nos capítulos anteriores. Ao final, são apresentadas as expectativas dos agentes em relação às tendências gerais dessa indústria.

4.1. Divisão de responsabilidades

O FI se assemelha em grande parte a uma empresa, com acionistas, aumentos de capital, assembleias, distribuição de resultados e constituição de diversos órgãos diretivos. Em relação a este último ponto, uma questão apontada por alguns agentes do mercado foi a necessidade de uma melhor divisão de responsabilidades entre os diversos agentes/prestadores de serviços desta indústria, já que seria muito grande a responsabilidade atribuída pela regulamentação ao administrador.

Como vimos no capítulo 1, o administrador é responsável por toda a cadeia de prestadores de serviços, inclusive nos casos de terceirização do departamento técnico, quando a instituição considera não ter *expertise* interna para a realização das atividades imobiliárias. Nesses casos, a consultoria e/ou gestor contratados lidam com os laudos de avaliação, administração dos contratos, escrituras, dentre outros, mas a responsabilidade recai integralmente sobre o administrador, que assina todos os documentos em nome do fundo e responde por atividades que nem sempre têm *expertise* e controle. Com isso, a avaliação de alguns agentes é de que a regulamentação deveria revisar a divisão de responsabilidades, a fim de que cada agente seja responsável pelas atividades que efetivamente desenvolve.

Esta visão, contudo, não é consensual. Para outro grupo do mercado, tendo em vista o fato de os agentes mais diretamente ligados ao setor imobiliário, como consultores, avaliadores, entre outros, estarem fora da alçada da entidade reguladora (CVM), é da natureza do produto que o administrador assuma os riscos do negócio que se propôs a empreender, devendo realizar a devida diligência e definir com clareza os termos dos contratos que estabelece para mitigar e se precaver de eventuais falhas dos prestadores de serviços. Deste modo, seria natural e benéfica para a indústria a concentração das responsabilidades na figura do administrador, mesmo nos casos em que houvesse terceirização.

É exatamente em função dos riscos de diligência que alguns administradores preferem não terceirizar a gestão imobiliária. Para eles, o administrador deve se estruturar de modo a conhecer bem a dinâmica do setor imobiliário e saber avaliar as decisões de seu gestor. Sobre este aspecto, alguns agentes consideram necessária a ampliação das exigências de fiscalização e acompanhamento das atividades terceirizadas pelo administrador, na contramão dos que defendem uma maior distribuição de responsabilidades entre os diferentes agentes.

4.2. Educação do investidor

A ICVM nº 472, de outubro de 2008, aprimorou o arcabouço regulatório dos fundos de investimento imobiliário e flexibilizou os tipos de ativos que podem compor a carteira desses fundos, conforme disposto no capítulo 1. Alguns entrevistados alertaram que se, por um lado, esta flexibilização ensejou estruturas mais complexas, por outro, não veio acompanhada por maiores exigências em relação à qualificação do investidor. O aumento da complexidade nas operações sem essa contrapartida poderia provocar distorções no preço desses ativos no secundário, independente dos seus fundamentos, situação que se constituiria em entrave para o crescimento do mercado.

De modo geral, a variável que induz a venda de cotas é unicamente a percepção de baixa rentabilidade pelo investidor, quando deveriam ser também aquelas relativas à própria dinâmica do fundo, como, por exemplo, o período de maturação dos investimentos da carteira. Esse seria o caso dos FIIs que adotam a estratégia de desenvolvimento, haja vista contarem com muito capital em caixa antes do início da incorporação e incorrerem em mais despesas que receitas nas etapas iniciais do empreendimento, impactando, com isso, a rentabilidade temporariamente. A simples comparação desse tipo de fundo com os que adotam outras estratégias pode levar os investidores à tomada de decisão equivocada.

Outro exemplo seria o caso em que o aumento da vacância numa determinada região piora a avaliação do imóvel do fundo, causando eventual queda temporária na renda do aluguel. Se os investidores não compreenderem este evento como parte do ciclo de investimento, decisões de venda das cotas podem ocasionar queda de preço no mercado secundário e, possivelmente, uma perda de capital que poderia ser evitada, caso o investidor permanecesse mais tempo na aplicação. Uma proposta nesse sentido seria a criação de algum incentivo

para o investidor manter os seus recursos aplicados no fundo por um período mínimo, de forma a reduzir o impulso de venda diante da percepção, no curto prazo, de eventuais perdas ou redução de rentabilidade.

Para outros entrevistados, entretanto, esta negociação de cotas não é considerada um problema, tendo em vista que o volume envolvido nas operações frequentemente é muito baixo, com impacto reduzido sobre os preços. Para eles, a ampliação da base de negociação, mesmo com volatilidade no valor das cotas, seria preferível à falta de negociação. À medida que o mercado se desenvolver, com o avanço do processo de educação do investidor, essas distorções tendem a se dissipar.

De um modo geral, os analistas concordam com a necessidade de se promover a disseminação de informação sobre o produto, em especial no que se refere às especificidades da remuneração e à obtenção de liquidez exclusivamente por meio da negociação das cotas no mercado secundário. Esse processo envolve tanto a responsabilidade do distribuidor de informar o investidor no momento de venda das cotas, quanto a do próprio investidor, por meio da leitura do regulamento e prospecto e da busca por informações nos diversos canais de informação disponíveis. A classificação dos fundos imobiliários, ao permitir que o investidor saiba diferenciar melhor os diversos tipos de fundos, também foi apontada como fator relevante para o processo de ampliação do conhecimento sobre o produto.

A opção de sistematizar, neste livro, informações e percepções de mercado sobre os fundos de investimento imobiliário já é uma resposta da ANBIMA à demanda por maior disseminação de informações sobre o segmento. No mesmo sentido também está a captura e consolidação de estatísticas sobre FIs e CRIs, que serão disponibilizadas no portal da ANBIMA em 2014.

4.3. Representante de cotistas

Uma questão bastante mencionada pelos entrevistados, e que se relaciona em alguma medida à educação do investidor, refere-se ao desbalanceamento entre o poder conferido ao representante de cotistas e as exigências em relação a sua qualificação. É consenso entre os agentes do mercado que a definição, pela regulamentação, dos direitos do representante não teria sido acompanhada por uma definição de seus deveres. Além disso, o fato de ele poder ser eleito por maioria simples dos presentes em assembleia geral, sem exigência de quórum mínimo, reforçaria o problema, inclusive no que se refere à representação de fato de toda a classe de cotistas.

A questão principal é que, através da convocação de assembleia geral para deliberação sobre os mais diversos temas, o representante de cotista seria capaz de interferir nos negócios e, com isso, até mesmo paralisar operações do fundo. Um exemplo seria o tema da substituição do administrador, que não depende de quórum qualificado. Essa possibilidade conferiria ao administrador do fundo enorme vulnerabilidade, em especial levando-se em conta todos os recursos investidos para a estruturação e formação de equipe qualificada, com engenheiros, advogados, avaliadores e analistas especializados.

Outro ponto colocado se refere às informações a que o representante de cotistas deve ter acesso. Para alguns agentes do mercado, o acesso à informação deveria ser irrestrito, tendo em vista o fundo não ter personalidade jurídica e se confundir com os próprios cotistas. Assim, todas as informações deveriam estar disponíveis, a exemplo do que ocorre com o síndico de um condomínio residencial. Por outro lado, em face da mencionada falta de exigência de qualificação deste representante, alguns agentes entendem que o acesso a informações privilegiadas deveria ser mais restrito, por representar uma ameaça às estratégias do fundo e ao próprio mercado, evidenciada, por exemplo, no caso de

o representante vir a ser nomeado como representante de outro fundo numa janela curta de tempo.

Embora uma minoria veja com menor gravidade o problema do poder conferido ao representante de cotistas, é consenso a necessidade de exigência mínima de requisitos para sua nomeação, seja via regulação ou autorregulação, sobretudo para evitar o uso indevido das informações relativas aos fundos. Alguns agentes propuseram, ainda, a formação de uma comissão em substituição à figura do representante, composta não apenas por investidores, mas também por outros agentes com atividades relativas ao fundo, à semelhança dos conselhos das empresas de capital aberto.

4.4. Conflitos de interesse

Como vimos no capítulo 1, a aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície, pelo fundo, de imóvel de propriedade do administrador, pessoas a ele ligadas, devedores ou inadimplentes do administrador, são situações caracterizadas como envolvendo conflito de interesses. Os imóveis de propriedade do fundo também não podem ser vendidos, alugados ou arrendados para o administrador e ligados. Outra situação de conflito de interesses é a contratação de pessoas ligadas ao administrador para prestação dos serviços de distribuição de cotas, formação de mercado, consultoria e administração imobiliária. Todas essas operações só podem ser levadas a cabo com a aprovação prévia em assembleia geral de cotistas, mediante quórum qualificado, isto é, com a presença de pelo menos metade dos cotistas do fundo.

Sobre essas situações em que há conflito de interesses, a posição dos entrevistados é que houve um recrudescimento na interpretação da entidade reguladora, desde meados de 2011, ano em que a indústria passou a

apresentar crescimento mais acelerado. Para as grandes *holdings*, em que o chamado *chinese wall*⁹ é bem estabelecido, o risco de enquadramento das operações como situação de conflito de interesse é reduzido. Mas, de modo geral, o entendimento do mercado é que os pontos de conflito de interesse impõem uma forte restrição à atuação dos administradores, muito maior do que nos fundos tradicionais, prejudicando o potencial de crescimento desse segmento da indústria. A condição de que tais conflitos sejam aprovados mediante quórum qualificado na Assembleia Geral cria enorme limitação física para os fundos muito pulverizados. Em qualquer fundo com mais de mil cotistas, por exemplo, as dificuldades para reunir pelo menos metade desse grupo tornam a aprovação dessas operações praticamente impossível. Segundo alguns entrevistados, essas questões representariam grande entrave para o segmento.

4.5. Responsabilidade do administrador nas obrigações tributárias

Como veremos no próximo capítulo, é responsabilidade do administrador a retenção do Imposto de Renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelos cotistas, quando distribuídos pelo fundo ou na amortização e resgate de cotas. No resgate, o rendimento é constituído pela diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas e, na amortização, o imposto incide sobre o valor que exceder o respectivo custo de aquisição.

Assim, nos dois últimos casos, para efetuar o recolhimento, o administrador deve exigir do investidor a apresentação da nota de aquisição das cotas, ou utilizar as

9. *Chinese wall* é a denominação dada ao conjunto de procedimentos e políticas internas de uma instituição administradora de fundos e carteiras de investimentos, visando estabelecer uma barreira à comunicação entre diferentes indivíduos ou setores de uma mesma entidade, de modo a assegurar o cumprimento de normas vigentes e evitar situações de conflito de interesses.

informações disponíveis nas câmaras de liquidação e custódia de ativos, caso o beneficiário do rendimento tenha adquirido a cota no mercado secundário.

Com o recente crescimento do segmento de FIs, cada vez mais pulverizados e negociados no mercado secundário, a exigência pelo administrador das notas de aquisição das cotas dos investidores, ou a busca dessas informações nas câmaras, tem se mostrado cada vez mais complexa. A avaliação de alguns agentes é de que, no limite, este processo pode comprometer o efetivo controle e pagamento de amortizações aos cotistas, sobretudo considerando-se que esta atividade é ainda essencialmente manual.

A despeito da possibilidade, presente na norma, de que o administrador possa utilizar-se de informações disponíveis nas câmaras de liquidação e custódia de ativos, a avaliação é de que há um impedimento de ordem legal, fundamentado na interpretação de que a legislação em vigor (Lei Complementar nº 105/2011) não autorizaria as citadas câmaras a repassar a terceiros a informação sobre o custo de aquisição.

Essas considerações evidenciam que a sistemática atual de troca das informações, necessária ao recolhimento do imposto, representa grande dificuldade para o administrador, que acrescenta às suas atribuições legais a responsabilidade do recolhimento tributário dos investidores nos FIs que administra. A tendência, segundo alguns agentes, é que a dificuldade se agrave com a ampliação da base de investidores e do número de negócios no mercado secundário resultantes do crescimento do segmento.

4.6. Fundos de classes

Outro fator de aprimoramento do mercado mencionado por boa parte dos entrevistados seria a diferenciação dos investidores quanto à assunção de riscos

e direitos políticos e econômicos, por meio da criação de fundos de classes de cotas¹⁰. Argumentou-se que essa possibilidade aumentaria a oferta desse produto, dado que a disponibilidade para correr maior risco em troca de maior rentabilidade permitiria o comprometimento de parte das carteiras com estratégias mais agressivas, ampliando o espectro de investidores interessados nesse ativo. A diferenciação de direitos entre os investidores – como o voto, a exemplo das ações ordinárias e preferenciais – poderia também aumentar a qualidade da participação dos cotistas nas decisões do fundo, já que traria a possibilidade de que os mais interessados e qualificados tivessem maior participação na tomada de decisões.

4.7. Burocracia em processos no setor real imobiliário

O processo cartorário burocrático e demorado foi apontado como um fator de dificuldade, que acaba por atrasar os registros e aprovações de documentos e licenças e, com isso, a atividade financeira dos fundos. A falta de uma entidade autorreguladora do setor imobiliário forte e consolidada e dificuldades que surgem nos trâmites com entidades do governo (como órgãos de trânsito, ambiental, patrimônio cultural, entre outros) também prejudicam a fluência e velocidade dos processos.

4.8. FIs de renda no segmento residencial

Ao contrário dos Reits americanos, que destinam parcela importante de seus recursos (13% do total) para o segmento residencial, a utilização de contratos de aluguel residencial pelos FIs de renda ainda é bastante baixa, havendo uma concentração

10. Apenas para investidores qualificados é permitida a diferenciação de direitos ou características quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo.

mais forte no segmento corporativo. O principal motivo desta configuração, segundo agentes do mercado, seria o fato de os FIs corresponderem a um modelo de negócio ainda pouco conhecido do mercado de locação residencial, agravado por entraves decorrentes de especificidades da própria legislação brasileira.

De acordo com alguns agentes, a extensão da alienação fiduciária ao financiamento imobiliário (Lei nº 9.514/97), inicialmente restrita a bens móveis (Decreto Lei nº 911/69), trouxe maior segurança às instituições financeiras, e contribuiu para a ampliação do crédito ao setor. Isto porque o instituto permite a transferência da propriedade do devedor ao credor, passando o imóvel a ser a garantia do financiamento até que este seja quitado. Com isto, a legislação permitiu grande celeridade ao processo de recuperação do imóvel nos casos de inadimplência, em especial se comparado ao observado nos financiamentos garantidos por hipoteca, encorajando o uso desses contratos como ativos da carteira de fundos de investimento imobiliário.

Esta evolução jurídica, entretanto, não foi verificada no mercado de locação de imóveis, uma vez que a Lei de Locação (Lei nº 8.245/1991) assegura uma série de proteções ao inquilino. No caso de inadimplência, não há regras claras que amparem o proprietário em um eventual processo de recuperação do imóvel, que pode se tornar bastante moroso, o que impactaria sobremaneira a rentabilidade da carteira dos FIs. Além disso, a possibilidade de rescisão contratual a qualquer momento pelo locatário – mediante o pagamento de multa pactuada ou definida judicialmente – adicionaria a esses fundos um enorme risco de vacância. A ausência de regras claras de proteção ao proprietário em caso de depreciação do imóvel pelo inquilino, por fim, seria um agravante deste quadro.

Assim, embora o número de contratos de locação residencial seja muito maior do que os corporativos, sua utilização pelos FIs ainda é considerada muito arriscada, já que os fatores mencionados podem, em última instância, inviabilizar

o modelo de negócio. Para reverter esse quadro, seriam necessárias modificações na legislação em vigor que tornassem o mercado de locação de imóveis residenciais menos complexo e mais seguro para os proprietários desses bens.

4.9. Bolha imobiliária?

Embora bastante comum entre investidores, a preocupação com a existência de uma bolha imobiliária não faz parte do radar de gestores de fundos imobiliários, assim como entre os avaliadores de imóveis. Segundo eles, de fato existe um aumento de preços em maior ritmo em algumas localidades, mas em função dos próprios fundamentos dessas regiões, ou seja, um desajuste entre oferta e demanda. Este seria, por exemplo, o caso do Rio de Janeiro, onde as dificuldades em torno da expansão do perímetro urbano, refletidas em alguma medida na ocupação da região da Barra da Tijuca, são majoradas diante dos eventos internacionais que serão sediados nos próximos anos. Além disso, a queda da taxa de juros, desde 2011, contribuiu para a maior disponibilidade para se tomar crédito imobiliário, pressionando os preços dos imóveis para cima. Por ser um mercado de preços rígidos para baixo, o processo de aumento de juros desde abril de 2013 não deve diminuir as pressões de preço nessas regiões, sobretudo em função da medida de ampliação dos recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS)¹¹ para compra de imóveis, que pode aumentar ainda mais a demanda e a disposição de pagar preços mais altos pelos imóveis.

Ademais, no Brasil não há a alavancagem observada em mercados onde se verificou a presença efetiva de bolhas imobiliárias, em que um imóvel era usado para a aquisição de outro de preço mais elevado, realimentando um processo de elevação de preços pela excessiva disponibilidade de crédito. Apesar do

11. A Resolução nº 4.271, de 30 de setembro de 2013, elevou o valor do imóvel que pode ser comprado com recursos do FGTS de R\$ 500 mil para R\$ 750 mil nos estados do Rio de Janeiro, São Paulo, Minas Gerais e no Distrito Federal, e para R\$ 650 mil nos demais estados.

crescimento recente, a parcela do crédito para o setor como proporção do PIB, no país, ainda é muito baixa e seletiva.

4.10. Tendências

De modo geral, as expectativas dos agentes para o segmento de fundos imobiliários nos próximos anos são muito positivas. A baixa participação da atividade imobiliária e do crédito imobiliário no PIB e a concentração do segmento de fundos em São Paulo e Rio de Janeiro, em face à dimensão territorial do país, denotam um enorme potencial represado e uma perspectiva de expansão para o mercado.

Com o maior conhecimento sobre o produto e o desenvolvimento do mercado, a tendência é que famílias, empresas e instituições percebam o grande potencial de investimento, em termos de eficiência financeira e operacional, que o FII pode proporcionar através da desmobilização do patrimônio e liberação de capital para o aproveitamento de outras oportunidades de investimento. Além disso, o grande interesse do investidor brasileiro em imóveis representa um estímulo adicional à demanda por este veículo de investimento, que permite o acesso a empreendimentos, em volume e diversidade, que individualmente seriam pouco acessíveis ou, na maioria das vezes, inviáveis. A entrada do investidor estrangeiro e institucional também deve potencializar a expansão do segmento.

Adicionalmente, o interesse crescente do investidor por este produto tende a ampliar a transparência e o volume de informações prestadas pelos administradores. O desenvolvimento de portais de relacionamento com investidores e áreas exclusivas para cada um dos fundos imobiliários na internet já são indicativos de aprimoramento neste sentido. O maior interesse do investidor também deve aumentar sua participação nas assembleias de cotistas, fortalecendo seu papel de fiscalizador e propulsor de melhorias na gestão. Além da

maior disponibilidade de informações dos próprios fundos, o crescimento do mercado também tende a induzir a ampliação e a melhora das bases de dados sobre o mercado de imóveis e da construção civil, hoje ainda bastante limitadas. Por fim, na medida em que as operações vão ganhando complexidade, o surgimento de gestores e consultores especializados também tende a mitigar o problema da escassez de prestadores de serviço apontado por alguns agentes do mercado.

Essas considerações indicam que, embora 2013 não tenha sido um ano de grande crescimento da indústria, a expectativa para os próximos anos é muito positiva. Após a forte expansão a partir de meados de 2011, impulsionada pela queda dos juros, o momento atual de maior incerteza macroeconômica e falta de dinamismo no mercado de capitais foi apontado como propício para a realização dos ajustes necessários ao desenvolvimento do segmento, tanto através da revisão de processos e estratégias dos próprios fundos, quanto no âmbito da regulação e autorregulação. Assim, se, por um lado, 2013 se mostrou um ano de menor crescimento em relação aos anos anteriores, por outro, seria uma janela de oportunidade para o avanço em relação a gargalos da indústria.

Deste modo, a expectativa é que o segmento de FIs, que em 2013 correspondia a 2,15% do patrimônio líquido da indústria de fundos, caminhe para patamares próximos a 3% já nos próximos anos, o que significaria um aumento de quase 50% do segmento em pouco tempo. Embora a velocidade deste processo mereça atenção, as importantes lições aprendidas com o *boom* de IPOs em 2008, como a necessidade de cautela com a qualidade dos ativos incorporados às carteiras, conjugadas com o forte arcabouço regulatório do segmento, tendem a determinar um crescimento sólido e maduro deste segmento, fortalecendo-o como importante fonte de recursos para os setores imobiliário e da construção civil, além de opção atrativa para os investidores na busca por rentabilidade e diversificação de seus portfólios.

► 5. REGRAS GERAIS

Criados pela Lei nº 8.668 em 25 de junho de 1993, os fundos de investimento imobiliário foram regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários em janeiro de 1994, com a edição da Instrução nº 205. Atualmente, a regulamentação dos FIIs é dada pela ICVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, com alterações posteriores, e disposições complementares da própria CVM e do Conselho Monetário Nacional.

Como já mencionado, a ICVM nº 472 aprimorou o arcabouço regulatório dos fundos de investimento imobiliário e flexibilizou os tipos de ativos que podem compor a carteira desses fundos. A despeito disso, alguns agentes do mercado consideram que, de modo geral, há espaço para aperfeiçoamentos da ICVM nº 472, especialmente no que se refere à governança e informação ao investidor.

A seguir será apresentado o arcabouço legal desses fundos, além dos aspectos tributários e os critérios contábeis que devem ser observados. Maior detalhamento sobre a regulamentação desse mercado pode ser encontrada na Súmula de fundos de investimento imobiliário, no site da ANBIMA na internet. A série "Súmulas"¹² agrega publicações elaboradas pela ANBIMA, que consolidam a legislação atualizada de produtos, mercados ou operações financeiras e de capitais selecionados.

Principais características	
Autorização para constituição do fundo	Concedida pela CVM automaticamente até cinco dias úteis após o protocolo da documentação abaixo: <ul style="list-style-type: none">• Pedido de registro de oferta pública de distribuição de cotas ou comunicação de dispensa automática deste registro;• Ato de constituição e regulamento do fundo;• Dados do registro do regulamento em cartório de títulos e documentos;• Nome do auditor independente e demais prestadores de serviços; e• Nome do diretor responsável pela administração do fundo.

continua.

12. As Súmulas de Legislação podem ser encontradas em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/legislacao/sumulas/Pages/default.aspx>.

continuação.

Registro na CVM	<p>Concedido automaticamente mediante comprovação das seguintes providências:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Subscrição das cotas, total ou parcial, sendo, neste caso, obrigatória a disposição do valor mínimo a ser subscrito no regulamento; • Publicação de anúncio de encerramento e, no caso de dispensa deste documento, resumo dos dados finais da colocação; e • Inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ).
Forma de constituição	<ul style="list-style-type: none"> • Fechado: não é permitido o resgate de cotas.
Investidores	<ul style="list-style-type: none"> • Não há restrição específica, senão nos fundos direcionados a investidores qualificados, que serão tratados adiante; • Incluem pessoas físicas, instituições financeiras, pessoas jurídicas, fundos de investimento, entidades de previdência privada, companhias seguradoras e investidores estrangeiros; • Não podem exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo; e • Não podem responder pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual em relação aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador.
Carteira/ Operações do FII	<ul style="list-style-type: none"> • Direitos reais sobre bens imóveis; • Ativos de emissores cujas atividades sejam relacionadas a empreendimentos imobiliários, desde que a emissão ou negociação tenha sido registrada ou autorizada pela CVM: <ul style="list-style-type: none"> - Ações; - Debêntures; - Bônus de subscrição; - Cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos; - Certificados de depósito de valores mobiliários; - Cédulas de debêntures; - Cotas de fundos de investimento; - Notas promissórias; - Ações ou cotas de SPE cujo único propósito relacione-se a empreendimentos imobiliários; - Cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades relacionadas a empreendimentos imobiliários; • Cepacs (Certificados de Potencial Adicional de Construção); • Cotas de outros FIIs; • Certificados de recebíveis imobiliários (CRIs); • Cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades relacionadas a empreendimentos imobiliários, e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM; • Letras hipotecárias (LHs); • Letras de crédito imobiliário (LCI); • Empréstimo de títulos e valores mobiliários, desde que tais operações sejam cursadas exclusivamente através de serviço autorizado pelo BCB ou pela CVM;

continua

continuação.

Carteira/ Operações do FII	<ul style="list-style-type: none"> • Utilização de títulos e valores mobiliários para prestar garantias de operações próprias; • Manutenção de parcela do patrimônio permanentemente aplicada em cotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, para atender as necessidades de liquidez; • Aplicação de parcela do patrimônio do FII que, temporariamente, por força do cronograma físico-financeiro das obras constantes do prospecto, não estiver aplicada em empreendimentos imobiliários, em: <ul style="list-style-type: none"> - cotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, de liquidez compatível com as necessidades do fundo; e - derivativos, exclusivamente para fins de proteção patrimonial, cuja exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo e desde que previsto na política de investimento do FII.
Diversificação de risco e concentração dos ativos da carteira ¹³	<p>Para os FIIs que investem preponderantemente em valores mobiliários, devem ser respeitados os seguintes limites de aplicação por um mesmo emissor¹⁴, em relação ao patrimônio líquido:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Até 20% para instituição financeira autorizada pelo BCB; • Até 10% companhia aberta; • Até 10% para fundo de investimento; • Até 5% para pessoa física ou jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo BCB. <p>Por modalidade, os limites são os seguintes, em relação ao patrimônio líquido e cumulativamente aos limites por emissor:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Até 20% para: <ul style="list-style-type: none"> - Ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e outros valores mobiliários, desde que os emissores exerçam preponderantemente atividades permitidas aos FIIs¹⁵; - Ações ou cotas de Sociedade de Propósito Específico (SPE) cujo propósito se enquadre entre as atividades dos FII; - Cepacs; - Letras hipotecárias (LH); e - Letras de crédito imobiliário (LCI); • Até 100% para: <ul style="list-style-type: none"> - Cotas de FIP que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FIIs; - Cotas de fundos de investimento em ações de companhias que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário; - Cotas de outros FIIs; - CRI; e - Cotas de FIDC que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FIIs;

continua

13. Conforme artigos 86 e 87 da ICVM nº 409/04.

14. Consideram-se como um mesmo emissor os ativos financeiros de responsabilidade de emissores integrantes de um mesmo grupo econômico, ou seja, o emissor e seus controladores, controlados, ligados e submetidos a controle comum.

15. E desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM.

continuação.

<p>Diversificação de risco e concentração dos ativos da carteira</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Até 20% para títulos ou valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de empresas a eles ligadas; • É vedada a aquisição de ações de emissão do administrador, exceto em condições específicas.
<p>Encargos do fundo</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Taxa de administração e, se prevista em regulamento, de desempenho (<i>performance</i>); • Taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas que recaem sobre os bens, direitos e obrigações do fundo; • Gastos com correspondência e comunicações aos cotistas; • Gastos com a distribuição primária de cotas e com o registro para negociação em mercado organizado de valores mobiliários; • Honorários e despesas do auditor independente; • Comissões e emolumentos pagos sobre as operações do fundo, incluindo despesas relativas à compra, venda, locação ou arrendamento dos imóveis que venham a compor o patrimônio do fundo; • Honorários e despesas incorridas em defesa dos interesses do fundo, judicial ou extrajudicialmente; • Honorários e despesas relacionadas às atividades de consultoria imobiliária especializada, empresa especializada em administração imobiliária e formação de mercado; • Gastos relacionados aos contratos de seguro sobre os ativos do fundo, bem como a parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro, desde que não decorrentes de culpa ou dolo do administrador; • Gastos inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação do fundo; • Gastos inerentes à realização de assembleia geral; • Taxa de custódia de títulos ou valores mobiliários do fundo; • Gastos decorrentes de avaliações de imóveis obrigatórias; • Gastos necessários à manutenção, conservação e reparos de imóveis integrantes do patrimônio do fundo, desde que previstos em regulamento ou autorizados pela assembleia geral; e • Taxas de ingresso e saída de fundos de que o FII seja cotista.
<p>Liquidação do fundo</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Ocorrerá caso o valor mínimo a ser subscrito não seja atingido, em se tratando da primeira distribuição de cotas do fundo, após o rateio entre os subscritores dos recursos financeiros originalmente recebidos; • Após a partilha do ativo, o administrador deverá promover o cancelamento do registro do fundo, mediante o encaminhamento à CVM, no prazo de 15 dias, da seguinte documentação: termo de encerramento firmado pelo administrador em caso de pagamento integral aos cotistas, ou a ata da assembleia geral que tenha deliberado a liquidação do fundo, quando for o caso; demonstração de movimentação de patrimônio do fundo, acompanhada do parecer do auditor independente; e comprovante da entrada do pedido de baixa de registro no CNPJ; e • No caso de liquidação extrajudicial da instituição administradora, se a assembleia de cotistas não eleger nova instituição administradora no prazo de 30 dias úteis contados da publicação do ato no Diário Oficial, o Banco Central do Brasil nomeará uma instituição para processar a liquidação do Fundo.

continua

continuação.

Fusão, cisão ou incorporação	<ul style="list-style-type: none"> • Pode ocorrer desde que o administrador demonstre a compatibilidade da política de investimento dos fundos envolvidos na operação, indique os critérios de avaliação dos ativos e seus impactos sobre o valor dos fundos, descreva os critérios utilizados para atribuição das cotas aos cotistas do novo fundo e, finalmente, identifique as alterações no prospecto e no regulamento resultantes da operação.
------------------------------	--

Cotas do FII	
Descrição e características	<ul style="list-style-type: none"> • Correspondem a frações ideais do patrimônio do fundo; • Devem ser escriturais e nominativas¹⁶; • O valor das cotas dos fundos resultantes das operações de cisão, fusão ou incorporação, devem constar de nota explicativa nas demonstrações financeiras, auditadas no prazo máximo de 60 dias após a operação; e • Podem ser emitidas em séries, com o fim específico de estabelecimento de diferentes datas de integralização para cada série, sem prejuízo da igualdade dos demais direitos conferidos aos cotistas.
Integralização	<ul style="list-style-type: none"> • Deve ser realizada em moeda corrente nacional; • Também é admitida a integralização em imóveis e em direitos relativos a imóveis, desde que prevista no regulamento e desde que baseada em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada e aprovado por Assembleia de Cotistas, caso o fundo já esteja em funcionamento; • Baseia-se no compromisso de investimento, isto é, documento em que o investidor se obriga a integralizar as cotas subscritas na medida em que o administrador realizar as chamadas de capital, nos termos dispostos no regulamento; e • Pode ser à vista ou em prazo, conforme compromisso de investimento.
Distribuição	<ul style="list-style-type: none"> • Será realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários; • Caso destinada ao público em geral, deverá ser registrada na CVM, nos termos na Instrução nº 400, podendo obter dispensa de requisitos¹⁷ ou do próprio registro condicionados ao atendimento dos requisitos definidos neste normativo; e • Se destinada a investidores qualificados¹⁸, poderá obter dispensa de registro, nos termos da Instrução 476.
Negociação	<ul style="list-style-type: none"> • Podem ser negociadas em mercados regulamentados, desde que distribuídas publicamente ou por oferta registrada na CVM, ou por esforços restritos; e • Cotas cuja distribuição não tenha sido registrada nem realizada por meio de esforços restritos, também podem ser negociadas desde que previamente submetidas a registro de negociação, mediante apresentação de prospecto.

16. Quando não há certificados, apenas um registro eletrônico em nome do investidor.

17. Para obtenção de dispensa de requisitos ou de registro, nos termos da ICVM 400, serão observados: valor unitário dos valores mobiliários ou valor total da oferta, plano de distribuição, divisão da distribuição em mais de uma jurisdição, oferta de permuta, público destinatário da oferta e distribuição destinada exclusivamente a investidores qualificados.

18. Veja mais informações no quadro "FIIs destinados exclusivamente a investidores qualificados".

Administração da carteira	
Instituição administradora	<ul style="list-style-type: none"> • Bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias; • Pode ser liquidada extrajudicialmente, destituída pela assembleia geral de cotistas ou renunciar ao cargo, devendo permanecer no exercício de suas funções até ser averbada, no cartório de registro de imóveis e nas matrículas referentes aos bens imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo, a ata da assembleia geral que eleger seu substituto e sucessor na propriedade fiduciária desses bens e direitos: <ul style="list-style-type: none"> - A ata que elege a nova instituição administradora deve ser devidamente aprovada e registrada pela CVM e por Cartório de Títulos e Documentos, além de constituir documento hábil para averbação no Cartório de Registro de Imóveis da sucessão¹⁹ da propriedade fiduciária dos bens imóveis integrantes do patrimônio do fundo; - As despesas relativas à transferência da propriedade fiduciária dos bens imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo são responsabilidade do administrador em caso de renúncia ou liquidação extrajudicial. • Pode adiantar quantias para projetos de construção, destinadas exclusivamente para aquisição de terreno, execução da obra ou lançamento comercial do empreendimento.
Competências	<ul style="list-style-type: none"> • Realizar todas as operações e praticar todos os atos que se relacionem com o objeto do fundo; • Exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções; • Abrir e movimentar contas bancárias; • Adquirir e alienar livremente títulos pertencentes ao fundo; • Transigir; • Representar o fundo em juízo e fora dele; e • Solicitar, se for o caso, a admissão à negociação em mercado organizado das cotas do fundo.
Remuneração	<ul style="list-style-type: none"> • Deve constar expressamente no regulamento e pode incluir parcela variável calculada em função de desempenho do fundo ou de indicador relevante para o mercado imobiliário.
Obrigações	<ul style="list-style-type: none"> • Indicar um diretor estatutário para supervisionar e responder diretamente pela administração do fundo; • Selecionar os bens e direitos que comporão o patrimônio do fundo, de acordo com a política de investimento prevista no respectivo regulamento; • Providenciar a averbação, no cartório de registro de imóveis, para que conste das matrículas dos bens imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo que tais ativos imobiliários:

continua

19. Tal sucessão não constitui transferência de propriedade.

continuação.

<p>Obrigações</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Não integram o ativo do administrador; - Não respondem direta ou indiretamente por qualquer obrigação do administrador; - Não compõem a lista de bens e direitos do administrador, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial; - Não podem ser dados em garantia de débito de operação do administrador; - Não são passíveis de execução por quaisquer credores do administrador, por mais privilegiados que possam ser; e - Não podem ser objeto de constituição de quaisquer ônus reais. • Manter os seguintes documentos atualizados, arcando com seu custo: <ul style="list-style-type: none"> - Registros de cotistas e de transferência de cotas; - Livros de atas e de presença das assembleias gerais; - Documentação relativa aos imóveis e às operações do fundo; - Registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; e - Arquivo dos pareceres e relatórios do auditor independente e dos profissionais ou empresas contratadas para prestação de serviços²⁰ e manutenção da lista desses prestadores atualizada junto à CVM; • Celebrar os negócios jurídicos e realizar as operações necessárias à execução da política de investimentos do fundo, exercendo, ou diligenciando para que sejam exercidos, os direitos relacionados ao patrimônio e às atividades do fundo; • Receber rendimentos ou quaisquer valores devidos ao fundo; • Custear as despesas de propaganda do fundo²¹; • Cumprir com a divulgação de todas as informações exigidas pela regulamentação; • Observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto, bem como as deliberações da assembleia geral; • Controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo, fiscalizando os serviços prestados por terceiros contratados e o andamento dos empreendimentos imobiliários sob sua responsabilidade, incluindo o controle efetivo sobre o desenvolvimento de projetos de construção; e • Tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações constantes do laudo de avaliação sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, respondendo pela omissão nesse seu dever.
<p>Vedações</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Receber depósito em sua conta corrente; • Conceder empréstimos, adiantar rendas futuras ou abrir créditos aos cotistas sob qualquer modalidade; • Contrair ou efetuar empréstimo; • Prestar fiança, aval, aceitar ou coobrigar-se sob qualquer forma nas operações praticadas pelo fundo; • Aplicar no exterior recursos captados no país; • Aplicar recursos na aquisição de cotas do próprio fundo; • Vender à prestação as cotas do fundo; • Prometer rendimentos predeterminados aos cotistas;

continua

20. Descritos na seção de serviços obrigatórios e facultativos.

21. Exceto as despesas de propaganda em período de distribuição de cotas, que podem ser arcadas pelo fundo.

continuação.

<p>Vedações</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Realizar operações do fundo caracterizadas como conflito de interesses entre o fundo e o administrador, ou entre o fundo e o empreendedor; • Constituir ônus reais sobre os imóveis integrantes do patrimônio do fundo (é permitido unicamente adquirir imóveis sobre os quais tenham sido constituídos ônus reais anteriormente ao seu ingresso no patrimônio do fundo); • Realizar operações com ativos financeiros ou modalidades operacionais não permitidas aos FII's; • Realizar operações com ações e outros valores mobiliários fora de mercados organizados autorizados pela CVM; • Realizar operações com derivativos, exceto quando tais operações forem realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial e desde que a exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo; e • Praticar qualquer ato de liberalidade, isto é, conceder gratuitamente, direitos, bens ou vantagens a outrem.
<p>Prestação de serviços obrigatórios</p>	<p>O administrador do FII é obrigado a prestar os seguintes serviços, seja diretamente ou por meio da contratação de terceiros, desde que previsto em regulamento ou deliberado pela assembleia de cotistas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários; • Atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários; • Escrituração de cotas; • Custódia de ativos financeiros: <ul style="list-style-type: none"> - Dispensada para os ativos financeiros que representem até 5% do patrimônio líquido do fundo, desde que tais ativos estejam admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado ou, ainda, registrados em sistema de registro ou de liquidação financeira autorizada pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM; - A instituição custodiante deve ser devidamente autorizada pela CVM; • Auditoria independente; • Gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo.
<p>Prestação de serviços facultativos</p>	<p>Ao administrador é facultado prestar serviços de:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Consultoria Imobiliária especializada na análise, seleção e avaliação de empreendimentos imobiliários e demais ativos para integrarem a carteira do fundo; • Empresa de administração imobiliária especializada na administração de locações ou arrendamentos de empreendimentos integrantes do seu patrimônio, na exploração do direito de superfície e na comercialização dos imóveis; • Formador de mercado para as cotas do fundo, visando garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos através de ofertas de compra e de venda para uma quantidade de ativos determinada: <ul style="list-style-type: none"> - Exercício vedado ao administrador ou gestor do fundo e, para partes relacionadas a eles, dependente de aprovação da assembleia geral; - Pode ser prestado por pessoas jurídicas devidamente cadastradas junto às entidades administradoras dos mercados organizados; - Início e término da contratação deste serviço devem ser divulgados como fato relevante do FII.

continua

continuação.

<p>Conflito de interesses entre o fundo e o administrador</p>	<p>São exemplos de situação de conflito de interesses, que dependem de aprovação prévia da assembleia geral de cotistas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície, pelo fundo, de imóvel de propriedade do administrador ou de pessoas a ele ligadas²²; • Alienação, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície de imóvel integrante do patrimônio do fundo, tendo como contraparte o administrador ou pessoas a ele ligadas; • Aquisição, pelo fundo, de imóvel de propriedade de devedores do administrador, caso caracterizada a inadimplência do devedor; • Contratação, pelo fundo, de pessoas ligadas ao administrador, para prestação dos serviços de distribuição de cotas, formador de mercado, consultoria imobiliária ou empresa especializada em administração imobiliária.
<p>Operações entre o FII e o empreendedor²³</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Estão sujeitas à avaliação e responsabilidade do administrador sempre que for possível a contratação em condições equitativas ou idênticas às que prevaleçam no mercado, ou que o fundo contrataria com terceiros. • O FII pode adquirir imóvel de propriedade do empreendedor, desde que não seja pessoa ligada ao administrador.

<p>Documentação e divulgação de informações</p>	
<p>Regulamento</p>	
<p>Documento onde estão estabelecidas as regras básicas de funcionamento do fundo, notadamente as que se referem aos ativos que serão adquiridos e às estratégias de investimento adotadas, além dos riscos envolvidos.</p>	
<p>Informações</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Objeto do fundo e natureza dos investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados; • Política de investimento a ser adotada pelo administrador contendo no mínimo: <ul style="list-style-type: none"> - Descrição do objetivo fundamental dos investimentos imobiliários a serem realizados, identificando os aspectos que somente poderão ser alterados com prévia anuência dos cotistas; - Ativos que podem compor o patrimônio do fundo, requisitos de diversificação de investimentos e riscos envolvidos; e - Possibilidade de o fundo contratar operações com derivativos para fins de proteção patrimonial, cuja exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo; • Prazo de duração do fundo; • Taxas de administração, de desempenho e de ingresso; • Número de cotas a serem emitidas e sua divisão em séries;

22. Consideram-se pessoas ligadas: a sociedade controladora ou sob controle do administrador, de seus administradores e acionistas; a sociedade cujos administradores, no todo ou em parte, sejam os mesmos do administrador, com exceção dos cargos exercidos em órgãos colegiados previstos no estatuto ou regimento interno do administrador, desde que seus titulares não exerçam funções executivas, ouvida previamente a CVM; e parentes até segundo grau das pessoas naturais referidas anteriormente.

23. Como, por exemplo, a aquisição, pelo fundo, de ativos de propriedade do empreendedor.

continuação.

<p>Informações</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Possibilidade de realização de subscrição parcial e cancelamento de saldo não colocado, findo o prazo de distribuição; • Possibilidade ou não de futuras emissões de cotas, e o direito de preferência dos cotistas à subscrição de novas emissões; • Critérios para a subscrição de cotas por um mesmo investidor; • Data de encerramento do exercício social; • Política de distribuição de rendimentos e resultados; • Qualificação do administrador; • Obrigações e responsabilidades do administrador, bem como seus deveres na qualidade de proprietário fiduciário dos imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo; • Remuneração do administrador e de terceiros contratados; • Descrição das demais despesas e encargos do fundo; • Conteúdo e periodicidade das informações a serem prestadas aos cotistas; • Modo de convocação, competência, quórum de instalação e de deliberação da assembleia geral, assim como as formas de representação dos cotistas; • Modo e condições de dissolução e liquidação do fundo, inclusive no tocante à forma de partilha do patrimônio entre os cotistas e à amortização programada das cotas, se for o caso; • Percentual máximo de cotas que o incorporador, construtor e sócios de um determinado empreendimento em que o fundo tenha investido poderão, isoladamente ou em conjunto com pessoas a eles, subscrever ou adquirir no mercado, indicando inclusive as consequências tributárias; • Prazo máximo para a integralização ao patrimônio do fundo de bens e direitos oriundos de subscrição de cotas, se for o caso; • Endereços, físicos e eletrônicos, em que podem ser obtidas as informações e documentos relativos ao fundo; • Descrição das medidas que poderão ser adotadas pelo administrador para evitar alterações no tratamento tributário conferido ao fundo ou aos seus cotistas; • Exercício do direito de voto em participações societárias do fundo; • Regras e prazos para chamadas de capital, observado o previsto no compromisso de investimento; e • Contratação de formador de mercado para as cotas do FII, se for o caso.
<p>Alterações do regulamento</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Dependem de prévia aprovação da assembleia geral de cotistas, sendo eficazes a partir da data deliberada pela assembleia, quando o administrador deve enviar à CVM o novo regulamento com as alterações efetuadas e prospecto atualizado, se for o caso; • O regulamento pode ser alterado independentemente de assembleia quando a alteração visar atender a exigências da CVM, à adequação a normais legais ou regulamentares ou à atualização cadastral do administrador, gestor ou custodiante do fundo.

continua.

Prospecto	
Documento que destaca as características da oferta e principais informações relevantes para a tomada de decisão pelo investidor, tais como riscos envolvidos e principais direitos e responsabilidades de cotistas e do administrador.	
Informações	<ul style="list-style-type: none"> • Resumo contendo as características da operação; • Identificação de administradores, consultores e auditores; • Informações relativas à oferta; • Composição do capital social; • Características e prazos; • Condições do contrato de distribuição de valores mobiliários; • Destinação de recursos; • Fatores de risco da oferta; • Formulário de referência; • Demonstrações financeiras do último exercício, informações trimestrais e eventos subsequentes; • Política de investimento: indicação dos ativos que poderão integrar a carteira do fundo; localização das áreas em que o fundo irá adquirir imóveis ou direitos a eles relacionados; informações sobre os empreendimentos imobiliários; indicação da possibilidade de aquisição de imóveis gravada com ônus reais; e • Identificação dos responsáveis pela análise e seleção dos investimentos em empreendimentos imobiliários.

Laudo de avaliação	
Os imóveis, bens e direitos de uso a serem adquiridos ²⁴ pelo fundo devem ser objeto de prévia avaliação. O laudo serve, também, para balizar o valor dos imóveis nas demonstrações financeiras anuais do fundo.	
Informações	<ul style="list-style-type: none"> • Identificação da empresa avaliadora e das pessoas responsáveis pela avaliação; • Identificação do imóvel objeto da avaliação; • Identificação do FII e de seu administrador; • Datas de referência da presente e da última avaliação realizada do imóvel; • Descrição das características do imóvel como sua localização, estado de conservação, tipo de construção e finalidade; • Análise da localização geográfica do imóvel, compreendendo a existência de melhorias e outros aspectos que possam afetar-lhe o valor; • Descrição das diligências, estudos, dados setoriais utilizados, e informações relevantes para a determinação do valor do imóvel; • Fundamentação da escolha do método de avaliação e descrição de sua aplicação, acompanhada das razões da exclusão dos demais métodos; • O valor, à data da avaliação, dos rendimentos recebidos, se o imóvel estiver arrendado ou alugado, ou, caso contrário, a estimativa dos rendimentos que possa vir a gerar;

continua.

24. Os imóveis dos fundos de investimento objeto de fusão, incorporação, ou cisão, também devem ser previamente avaliados caso a última avaliação tenha sido realizada antes de três meses da data da operação.

continuação.

Informações	<ul style="list-style-type: none"> • Estimativa dos encargos de conservação, manutenção e outros que sejam indispensáveis à exploração econômica do imóvel; • Justificativa utilizada para escolha das taxas de atualização, remuneração, capitalização, depreciação, bem como de outros parâmetros predeterminados pelo avaliador; • Indicação de eventuais transações ou propostas de aquisição em que se tenha baseado a avaliação, relativas a imóveis com idênticas características; • Indicação do valor final proposto para o imóvel, de acordo com o método de avaliação escolhido pelo avaliador; • Indicação de eventuais ressalvas ao valor proposto para o imóvel, bem como da existência de circunstâncias especiais que não permitam a determinação adequada de seu valor; • Indicação de limitações na análise associadas à não disponibilidade de informações ou elementos relevantes que possam influenciar a determinação do valor do imóvel; • Identificação das sociedades controladoras ou controladas pelo administrador, com as quais o avaliador mantenha relação de trabalho ou de subordinação; e • Indicação das cotas do fundo objeto do laudo de avaliação que sejam propriedade do avaliador.
--------------------	---

Relatório do administrador	
Documento que deve ser enviado à CVM, à entidade administradora do mercado organizado em que as cotas do FII sejam admitidas à negociação e disponibilizado na página do administrador na internet.	
Informações	<ul style="list-style-type: none"> • Descrição dos negócios realizados no semestre, especificando os objetivos, os montantes dos investimentos, as receitas auferidas, a origem dos recursos investidos e a rentabilidade apurada no período; • Programa de investimentos para o semestre seguinte; • Informações sobre a conjuntura econômica do segmento do mercado imobiliário em que se concentrarem as operações do Fundo; • Perspectivas da administração para o semestre seguinte; • Valor de mercado dos ativos integrantes do patrimônio do fundo, incluindo o percentual médio de valorização ou desvalorização apurado no período, com base na última análise técnica disponível, especialmente realizada para esse fim; • Relação das obrigações contraídas no período; • Rentabilidade nos últimos quatro semestres; • Valor patrimonial da cota, por ocasião dos balanços, nos últimos quatro semestres calendário; • Relação dos encargos debitados ao fundo em cada um dos dois últimos exercícios, especificando valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio semestral em cada exercício.

Informações gerais na rede mundial de computadores	
Informações que o administrador deve informar periodicamente à CVM e ao mercado organizado em que as cotas do FII sejam negociadas e aos cotistas, através da rede mundial de computadores.	
Informações	<ul style="list-style-type: none"> • Mensalmente, até 15 dias após o encerramento do mês, o valor do patrimônio do fundo, o valor patrimonial das cotas e a rentabilidade do período, o valor dos investimentos do fundo, incluindo discriminação dos bens e direitos integrantes de seu patrimônio; • Trimestralmente, até 30 dias após o encerramento de cada trimestre, informações sobre o andamento das obras e o valor total dos investimentos já realizados, no caso de fundo constituído com o objetivo de desenvolver empreendimento imobiliário, até a conclusão e entrega da construção; • Até 60 dias após o encerramento de cada semestre, relação das demandas judiciais ou extrajudiciais propostas na defesa dos direitos de cotistas ou desses contra a administração do fundo, indicando a data de início e a da solução final, se houver; • Até 60 dias após o encerramento do primeiro semestre, a demonstração dos fluxos de caixa do período e o relatório do administrador; • Anualmente, até 90 dias após o encerramento do exercício, as demonstrações financeiras, o relatório do administrador e o parecer do auditor independente; • Até 8 (oito) dias após sua ocorrência, a ata da assembleia geral ordinária; • Perenemente disponível na página do administrador na internet, o regulamento do fundo em sua versão vigente e atualizada e o prospecto; • No mesmo dia da convocação, edital de convocação e outros documentos relativos a assembleias gerais extraordinárias; • Até 8 dias após sua ocorrência, a ata da assembleia geral extraordinária; • Imediatamente à sua ocorrência, anúncios de início e de encerramento de oferta pública de distribuição de cotas; e • Imediatamente à sua ocorrência, fatos relevantes, devendo ser consideradas como tais as informações que possam, direta ou indiretamente, influir nas decisões do cotista de adquirir ou alienar cotas do fundo, como, por exemplo, a alteração no tratamento tributário conferido ao fundo ou ao cotista.
Prestação de informações pelo administrador a cada cotista	
O administrador deve enviar a cada cotista, individualmente, as seguintes informações.	
Informações	<ul style="list-style-type: none"> • No prazo de até 8 (oito) dias após a data de sua realização, resumo das decisões tomadas pela assembleia geral; • Semestralmente, no prazo de até 30 dias a partir do encerramento do semestre, o extrato da conta de depósito da cota, acompanhado do valor do patrimônio do fundo no início e no fim do período, valor patrimonial da cota, rentabilidade apurada no período, saldo e valor das cotas no início e no final do período e movimentação ocorrida; • Anualmente, até 30 de março de cada ano, informações sobre a quantidade de cotas de sua titularidade, respectivo valor patrimonial, e o comprovante para efeitos de declaração de Imposto de Renda.

Assembleia geral de cotistas	
Competências	<p>A Assembleia Geral deve deliberar sobre:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador; • Alteração do regulamento; • Destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto; • Emissão de novas cotas; • Fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo; • Dissolução e liquidação do fundo, quando não prevista e disciplinada no regulamento; • Alteração do mercado em que as cotas são admitidas à negociação; • Apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas do fundo, caso o FII já esteja em funcionamento; • Eleição e destituição de representante dos cotistas; • Aumento das despesas e encargos; • Prorrogação do prazo de duração do FII.
Convocação	<ul style="list-style-type: none"> • Pode ser feita pelo administrador, por cotistas que detenham, no mínimo, 5% das cotas emitidas, ou pelo representante de cotista; • Deve ser feita com, no mínimo, 10 dias de antecedência da realização da assembleia, por correspondência encaminhada a cada cotista; • Desde a data de convocação da assembleia até sua realização, é dever do administrador colocar as informações e documentos necessários ao exercício do direito de voto em sua página na internet; • A presença da totalidade de cotistas supre a falta de convocação; e • A assembleia geral se instalará com a presença de qualquer número de cotistas.
Processo e deliberação	<ul style="list-style-type: none"> • As deliberações da assembleia geral devem ser tomadas por maioria simples de votos dos cotistas presentes, exceto nos seguintes casos, que dependem da aprovação dos cotistas que representem, no mínimo, metade das cotas emitidas: <ul style="list-style-type: none"> - Alteração do regulamento; - Fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo; - Apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas do fundo; e - Aprovação de atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador. • As deliberações podem ocorrer mediante processo de consulta formal, sem a necessidade de reunião de cotistas, desde que previsto no regulamento; • Podem votar os inscritos no registro de cotistas na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos a menos de um ano, devendo o pedido de procuração dirigir-se a todos os cotistas, conter as informações necessárias ao exercício do voto pedido e facultar ao cotista que exerça o voto contrário à proposta por meio da mesma procuração;

continua.

continuação.

<p>Processo e deliberação</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Tendo em vista a possibilidade de exercício do voto por meio de procuração, qualquer cotista que detenha 0,5% ou mais do total das cotas emitidas pode solicitar ao administrador a relação de nomes e endereços, físicos e eletrônicos, dos demais cotistas do FII para remeter o pedido de procuração. Neste caso, o administrador deve entregar a lista em até dois dias úteis e pode cobrar do cotista os custos incorridos no processo de envio; • O voto pode se dar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, se disposto no regulamento; e • Não podem votar os seguintes agentes, exceto nos casos em que sejam os únicos cotistas do FII, ou quando aprovado na assembleia geral de cotista: <ul style="list-style-type: none"> - Administrador ou gestor do fundo; - Sócios, diretores e funcionários do administrador ou do gestor; - Empresas ligadas ao administrador ou gestor, seus sócios, diretores e funcionários; e - Prestadores de serviços do fundo, seus sócios, diretores e funcionários.
<p>Representante dos cotistas</p>	<ul style="list-style-type: none"> • A assembleia geral pode nomear um ou mais representantes para fiscalizar os empreendimentos ou investimentos do fundo, em defesa dos direitos e interesses dos cotistas, desde que atendam aos seguintes requisitos: <ul style="list-style-type: none"> - Ser cotista, ou profissional especialmente contratado para zelar pelos interesses do cotista; - Não exercer cargo ou função no administrador ou no controlador do administrador, em sociedades por ele diretamente controladas e em coligadas, ou outras sociedades sob controle comum, ou prestar-lhes assessoria de qualquer natureza; e - Não exercer cargo ou função na sociedade empreendedora do empreendimento imobiliário que constitua objeto do fundo, ou prestar-lhe assessoria de qualquer natureza.

Demonstrações financeiras

<p>Características gerais</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Elaboradas a cada 12 meses, após o exercício do fundo, com encerramento em 30 de junho ou 31 de dezembro de cada ano; • Devem obedecer às normas contábeis específicas expedidas pela CVM e auditadas anualmente, por auditor independente registrado na CVM; • Devem observar a natureza dos empreendimentos imobiliários e das demais aplicações do fundo; • Em caso de cisão, incorporação, fusão ou transformação, as demonstrações financeiras de cada fundo levantadas na data da operação devem ser auditadas, no prazo máximo de 60 dias, por auditor independente registrado na CVM e, ainda, conter nota explicativa com os critérios utilizados para a relação de troca das cotas; e • O fundo deve ter escrituração contábil destacada da de seu administrador.
-------------------------------	---

FII's destinados exclusivamente a investidores qualificados	
Investidores ²⁵	<ul style="list-style-type: none"> • Instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00, fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados, administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos estados, pelo Distrito Federal ou por municípios, os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestores deste fundo, desde que expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM e sociedades de propósito específico cujos sócios sejam investidores qualificados.
Responsáveis pela verificação da qualidade de investidor qualificado	<ul style="list-style-type: none"> • Administrador, no ato da subscrição; • Intermediário, na negociação em mercado secundário.
Integralização	<ul style="list-style-type: none"> • Além da integralização em moeda, bens imóveis e direitos, é admitida a utilização de títulos e valores mobiliários na integralização de cotas, com o estabelecimento de critérios para a adoção desses procedimentos.
Distribuição	<ul style="list-style-type: none"> • Pode ser dispensada de registro (distribuição com esforços restritos), nos termos da ICVM 476²⁶, obedecidas as seguintes condições: <ul style="list-style-type: none"> - A emissão deve ser ofertada para no máximo 50 investidores qualificados e adquirida por, no máximo, 20; - O emissor não poderá realizar nova oferta pública de cotas de FII dispensada de registro dentro do prazo de quatro meses após o encerramento da oferta. - A negociação em mercados regulamentados só poderá ocorrer após 90 dias da subscrição ou aquisição (período de <i>lock up</i>), e apenas entre investidores qualificados; em mercados de balcão organizado e não organizado, só será admitida se o fundo estiver registrado para funcionamento na CVM; - Os investidores pessoas físicas e jurídicas qualificados (detentoras de investimentos superiores a R\$ 300.000,00) deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de um milhão de reais; e - O encerramento de oferta pública distribuída com esforços restritos deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, até cinco dias após o encerramento.

continua.

25. A perda da condição de investidor qualificado não implica a exclusão do cotista do fundo de investimentos.

26. Em 24 de março foi divulgado, pela CVM, o Edital de Audiência Pública nº 01/14, que propõe alterações nesta Instrução como, por exemplo, ampliar a quantidade de investidores qualificados que podem subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados, permitindo-se que todos os 50 investidores consultados sobre a oferta possam participar dela se assim desejarem (e não apenas 20 como a Instrução hoje determina). A Minuta também propõe, dentre outros, incluir ações e debêntures conversíveis ou permutáveis por ações emitidos por companhias registradas na categoria A no rol de valores mobiliários que podem ser objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos.

continuação.

Diferenciação de cotas	<ul style="list-style-type: none"> • Os FIs para investidores qualificados podem prever a existência de cotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo.
Dispensas	<ul style="list-style-type: none"> • Prospecto; • Publicação de anúncio de início e de encerramento de distribuição; e • Elaboração de laudo de avaliação para integralização de cotas em bens e direitos, sem prejuízo da manifestação da assembleia de cotistas quanto ao valor atribuído ao bem ou direito.
Regulamento	<ul style="list-style-type: none"> • Além de conter as informações exigidas para os FIs em geral, deve ser explícito no que se refere à exclusiva participação de investidores qualificados no fundo.

5.1. Envolvimento de FIs em políticas públicas

Nos últimos anos a legislação brasileira tem aberto espaço para que os FIs sejam utilizados como instrumento de viabilização de políticas públicas. São exemplos o Programa de Implementação de Projetos de Interesse Social (PIPS), que podem ser financiados por FIs, e a possibilidade de destinação de recursos do FGTS e dos depósitos de poupança para aquisição de cotas de FIs com determinadas características. Esses aspectos serão brevemente apresentados a seguir.

5.1.1. Programa de implementação de projetos de interesse social (PIPS)

Em março de 2004 foi criado pelo Governo Federal o Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social (PIPS), fundamentado na Lei nº 10.735/2003, e voltado à implementação de projetos estruturados na área de desenvolvimento urbano em infraestrutura, nos segmentos de saneamento básico, energia elétrica, gás, telecomunicações, rodovias, sistemas de irrigação

e drenagem, portos e serviços de transporte em geral, habitação, comércio e serviços. Dentre os instrumentos financeiros que podem viabilizar o PIPS, encontram-se os fundos de investimento imobiliário lastreados em recebíveis originados de contratos de compromisso de compra, de venda, de aluguéis e de taxas de serviços provenientes de financiamento de projetos sociais, com participação dos setores público e privado.

O Programa funciona com base em contrato de financiamento firmado entre a União e uma instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central, que utilizará os recursos para aquisição de cotas do FII²⁷. Este financiamento deve ter duração máxima de 60 meses e corresponder a até 30% do valor total de cada projeto, observando-se a restrição de que os encargos não sejam inferiores à taxa Selic. Os recursos do financiamento também podem se destinar à subvenção econômica relativa à equalização entre o custo do financiamento e a taxa de retorno dos recebíveis oriundos de cada projeto, até o limite de prazo do financiamento de 30% do valor total de cada projeto.

Os recursos destinados ao PIPS devem ser direcionados prioritariamente a projetos que tenham como objetivo a criação e implementação de núcleos habitacionais acessíveis aos segmentos populacionais das diversas rendas familiares, bem como o desenvolvimento e ampliação de infraestrutura nos segmentos de saneamento básico, energia elétrica, gás, telecomunicações, rodovias, sistemas de irrigação e drenagem, portos e serviços de transporte em geral. A criação do Programa, neste sentido, objetivou fortalecer a política de desenvolvimento social, com a criação de oportunidades de empregos e a geração de renda.

27. Além de cotas de FII, é também admitida a aquisição de cotas de FIDC com o mesmo lastro.

5.1.2. Aplicação pelo FGTS em FIIIs

Conforme Circular nº 602 da Caixa Econômica Federal, o FGTS pode adquirir cotas de FIIIs que possuam lastro em operações de habitação lançadas por empresas públicas ou privadas, inclusive incorporadoras e cooperativas habitacionais, SPEs ou entidades afins.

Os recursos aplicados pelo FGTS devem ser destinados, obrigatoriamente, à produção e financiamento de unidades residenciais, ou reabilitação urbana²⁸ que sejam enquadrados na legislação do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e que atendam preferencialmente aos objetivos sociais do FGTS na área de Habitação, em especial a redução do déficit habitacional do país. As aplicações devem obedecer a uma distribuição por região do país²⁹ e as unidades habitacionais dos empreendimentos possuirão valor de avaliação limitado a R\$ 500.000,00.

Os agentes financeiros e demais agentes do mercado interessados devem apresentar proposta à Superintendência Nacional do FGTS, contendo, no mínimo, o detalhamento do investimento proposto, as condições de retorno e a demonstração do fluxo geral do investimento. Após a aprovação das estruturas dos fundos, é responsabilidade dos agentes financeiros atuar em sua estruturação para lançamento no mercado e posterior aquisição pelo FGTS. Também é sua responsabilidade atuar no financiamento das unidades habitacionais aos mutuários finais.

28. Entende-se como reabilitação urbana a aquisição de imóveis, conjugada com a execução de obras e serviços voltados à recuperação e ocupação para fins habitacionais, admitidas ainda obras e serviços necessários à modificação de uso.

29. Juntamente com as aplicações em cotas de FIDCs e CRIs também com lastro em operações na área de habitação, os recursos aplicados devem obedecer à seguinte distribuição regional: 9,68% para região Norte; 28,20% para Nordeste; 42,54% para Sudeste; 11,21% para Sul; e 8,37% para Centro-Oeste.

A participação dos recursos do FGTS deve ser de no máximo 80% do valor do empreendimento, limitado a 90% dos custos de produção.

Além de FIs com lastro em operações na área de habitação, o FGTS pode também adquirir cotas de FIs com lastro em operações de saneamento básico, conforme Circular nº 603 da CEF, de 01/01/2012. O limite de aplicação pelo FGTS é de R\$ 3 bilhões, devendo a aplicação dos recursos obedecer a uma distribuição pelo território nacional³⁰, que leva em conta a população urbana e o déficit em saneamento básico.

Em 2012, último dado disponível, o saldo da carteira do FGTS aplicado em fundos imobiliários era de R\$ 4,1 bilhões ou 10% do total do patrimônio líquido de FIs naquele ano. Com isso, o FGTS tem sido um importante investidor deste segmento, por um lado, contribuindo para aumentar a liquidez desses ativos e, por outro, buscando garantir melhor rentabilidade para a própria carteira do FGTS.

5.1.3. Destinação de poupança para FIs

Conforme Resolução nº 3.932, de 2 de dezembro de 2010, no mínimo 65% dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) devem ser aplicados em operações de financiamento imobiliário, dos quais, 80%, no mínimo, devem ser aplicados em operações de financiamento habitacional no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e o restante em **operações de financiamento imobiliário** contratadas a taxas de mercado. Os FIs com carteiras constituídas exclusivamente por financiamentos habitacionais contratados nas condições do SFH atendem às exigibilidades referentes a essas

30. Para as aplicações em cotas de FIs com lastro em operações de saneamento, a distribuição regional é de 10,2% para região Norte; 25,5% para Nordeste; 39,9% para Sudeste; 15,6% para Sul e 8,8% para Centro-Oeste.

últimas operações. Até 20% da carteira desses FIs pode estar aplicada em títulos públicos federais e outras disponibilidades financeiras.

5.2. Tributação

Os fundos de investimento imobiliário contam com regulamentação tributária específica, determinada pelas Leis nº 8.668/93, 11.033/04, 9.779/99, 12.024/09, e Instrução Normativa da Receita Federal nº 1.022/10. De um modo geral, tanto a carteira do fundo quanto os cotistas, na ocasião da distribuição dos rendimentos e na negociação no mercado secundário, estão sujeitos à tributação. Em outras palavras, há incidência de imposto tanto sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos pela carteira dos FIs, como sobre os rendimentos auferidos pelos cotistas, havendo a possibilidade de compensação do imposto pago na carteira do fundo com o retido na fonte pelo administrador.

5.2.1. Rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelas carteiras dos FIs

Os **rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelos FIs**, em aplicações financeiras de renda fixa ou de renda variável sujeitam-se à incidência do Imposto de Renda na fonte, observadas as mesmas normas cabíveis às aplicações financeiras das pessoas jurídicas. Entretanto, não estão sujeitas à incidência do Imposto de Renda na fonte a remuneração produzida por Letras Hipotecárias (LHs), Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), Letras de Crédito Imobiliário (LCIs) e os rendimentos distribuídos por FIs cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou mercado de balcão organizado.

O Imposto de Renda pago na carteira do FII poderá ser compensado com o retido na fonte, na ocasião da distribuição de rendimentos e ganhos de capital aos cotistas, pelo fundo, e será proporcional à participação do cotista pessoa física ou jurídica não isento. A parcela não compensada, referente aos investidores isentos, segundo os critérios definidos no próximo tópico, será considerada exclusiva de fonte.

Há uma tributação diferenciada para os FIIs que aplicam recursos em empreendimentos que tenham como cotista incorporadores, construtores ou sócios, que possuam, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de 25% das cotas do fundo. Nesses casos, o fundo imobiliário desqualifica-se para a estrutura de isenção fiscal e se sujeita à mesma tributação aplicável às pessoas jurídicas (e, portanto, passa a ser contribuinte de IRPJ/CSLL/PIS/Cofins). Considera-se pessoa ligada ao cotista os parentes até 2º grau, a empresa sob seu controle ou de parentes até o 2º grau, além de empresas que sejam sua controladora, controlada ou coligada.

5.2.2. Rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelos cotistas

Os rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelos cotistas, na ocasião da distribuição de rendimentos pelo fundo ou da venda de cotas no secundário, são também tributados. Os **rendimentos e ganhos de capital distribuídos pelos FIIs** a qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do Imposto de Renda na fonte, à alíquota de 20%. A legislação estabelece a obrigatoriedade de distribuição pelos fundos de, no mínimo, 95% dos lucros auferidos a seus cotistas, apurados segundo o regime de caixa, a cada semestre do ano.

Como já mencionado nos capítulos anteriores, as aplicações em cotas de fundos de investimento imobiliário oferecem uma vantagem tributária às pessoas físicas, uma vez que os rendimentos distribuídos são isentos de tributação na fonte e na declaração de ajuste anual, quando atendidos certos critérios de negociação e pulverização do fundo, detalhados na tabela abaixo.

Assim, há isenção sobre os rendimentos distribuídos às pessoas físicas que investem em FIIs cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado, e desde que o fundo possua, no mínimo, 50 cotistas. Além disso, o cotista não pode ser titular de cotas que representem 10% ou mais da totalidade das cotas emitidas pelo fundo, nem pode ser titular de cotas que lhe deem direito a recebimento superior a 10% do total de rendimentos auferidos pelo fundo.

Além dos ganhos auferidos pelos investidores na ocasião da distribuição de rendimentos pelo fundo, são também tributados os ganhos de capital e rendimentos auferidos na **alienação ou no resgate das cotas**, por qualquer beneficiário residente e domiciliado no Brasil, inclusive por pessoa jurídica isenta. Esses ganhos sujeitam-se à incidência do Imposto de Renda à alíquota de 20%, havendo um regime aplicável à alienação e outro ao resgate de cotas.

Na **alienação de cotas**, o regime aplicável é o de ganhos líquidos de renda variável, no caso de o investidor ser pessoa física operando em bolsa ou pessoa jurídica operando dentro ou fora de bolsa. Admite-se compensação entre ganhos e perdas somente entre cotas de fundos da mesma espécie. No caso de negociação por pessoa física fora do ambiente de bolsa, o regime será de ganhos de capital aplicável na alienação de bens ou de direitos, que por sua vez restringe a compensação de ganhos e perdas.

Já no caso de **resgate de cotas**³¹, o regime aplicável será de fonte, incidindo

o Imposto de Renda sobre o rendimento constituído pela diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas. No caso de aquisição no mercado secundário, o custo da cota será identificado pela nota de aquisição da cota, que deverá ser apresentado pelo investidor ao administrador, que é o responsável pelo recolhimento do imposto e cumprimento das demais obrigações tributárias, inclusive acessórias, do fundo.

Em qualquer dos casos, o Imposto de Renda incidente sobre rendimentos e ganhos de capital, na alienação ou resgate de cotas auferidos pelo investidor, será considerado antecipação do devido na declaração, se o investidor for pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado; e exclusiva de fonte nos demais casos, em especial para as pessoas físicas.

Além do Imposto de Renda, os investidores estão sujeitos ao IOF/TVM de curto prazo, ou seja, aquele que incide nos resgates, cessão ou repactuação das cotas dos FII's efetuados em até 30 dias da data da aplicação. O imposto é limitado ao rendimento auferido, conforme detalhado na tabela anexa ao Decreto nº 6.306/2007.

O quadro a seguir resume as normas tributárias vigentes na data desta publicação.

Incidência de imposto e isenções		
Rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelas carteiras dos FII's	Aplicações de renda fixa ou de renda variável: IR na fonte, observadas as mesmas normas aplicáveis às aplicações financeiras das PJ;	Lei nº 8.668, <i>caput</i> do art. 16-A, com redação dada pela Lei nº 9.779/99; IN nº 1.022, art. 28
	Isentos de IR na fonte: rendimentos de LH, CRI, LCI, e cotas de outros FII admitidas a negociação em bolsa ou balcão organizado.	Lei nº 8.668, art.16-A, §1º, com redação dada pela Lei nº 12.024/09; IN nº 1.022, art. 28, §1º e art. 44, II

continua.

31. Resgate, no caso de FII, é entendido como amortização ou liquidação do fundo, já que este é constituído obrigatoriamente como condomínio fechado.

continuação.

<p>FII com aplicações em empreendimentos cujo incorporador, construtor ou sócio seja detentor de mais 25% das cotas do fundo</p>	<p>Desqualifica-se para isenção fiscal da carteira. Sujeita-se ao pagamento de todos os impostos e contribuições devidos pelas pessoas jurídicas de direito privado.</p>	<p>IN nº 1.022, art. 30</p>
<p>Rendimentos distribuídos aos cotistas</p>	<p>IR na fonte, à alíquota de 20%, sendo a responsabilidade de recolhimento do administrador;</p> <p>Isentos de IR na fonte e na declaração de ajuste anual: rendimentos auferidos por pessoas físicas, em FII, desde que observados os seguintes requisitos:</p> <ul style="list-style-type: none"> - cujas cotas sejam admitidas à negociação em bolsa ou balcão organizado; - que possua, no mínimo, 50 cotistas e o cotista seja titular de cotas que representem menos de 10% do total de cotas emitidas; ou - cujas cotas lhe deem direito ao recebimento de rendimento inferior a 10% dos rendimentos auferidos pelo fundo. 	<p>IN nº 1.022, art. 27, §1º</p> <p>Lei nº 11.033, art. 3º, III, incluído pela Lei nº 11.196; IN nº 1.022, art. 32</p>

<p>Ganhos de capital auferidos na alienação ou resgate das cotas³¹</p>	<p>• No resgate de cotas, Regime: Fonte, incidindo o IR sobre o rendimento constituído pela diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas. Na aquisição no secundário, o custo da cota será identificado pela nota de aquisição da cota, que deverá ser apresentada pelo investidor ao administrador, que é o responsável pelo recolhimento do imposto.</p> <p>O IR será considerado antecipação do devido na declaração, se o investidor for pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado; e exclusiva de fonte nos demais casos.</p>	<p>Lei nº 8.668, art. 18, com redação dada pela Lei nº 9.779; IN nº 1.022, art. 29</p>
--	--	--

Distribuição de lucros	
<p>No mínimo, 95% dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30/06 e 31/12 de cada ano.</p>	<p>Lei nº 8.668, art. 10, XI, § único, com redação dada pela Lei nº 9.779; IN nº 1.022, art. 27</p>

Compensação do imposto	
<p>O imposto sobre as aplicações da carteira do fundo (exceto LH, CRI, LCI e cotas de outros FIIIs) poderá ser compensado com o IR retido na fonte, por ocasião da distribuição de rendimentos e ganhos de capital aos cotistas;</p>	<p>Lei nº 8.668, art.16-A, § 2º, com redação dada pela Lei nº 12.024/09; IN nº 1.022, art. 28, § 2º</p>
<p>A compensação será efetuada proporcionalmente à participação do cotista PJ ou PF na carteira não sujeita à isenção;</p>	<p>Lei nº 8.668, art.16-A, § 3º, com redação dada pela Lei nº 12.024/09; IN nº 1.022, art. 28, § 3º</p>
<p>A parcela do IR não compensada relativa à PF sujeita à isenção será considerada exclusiva de fonte.</p>	<p>Lei nº 8.668, art.16-A, § 4º, com redação dada pela Lei nº 12.024/09; IN nº 1.022, art. 28, § 4º</p>

IOF sobre títulos e valores mobiliários	
<p>Alíquotas: 1% a.d. limitado, em função do prazo (de 1 a 30 dias), ao rendimento das operações (de 96% a 0%).</p>	<p>Dec. nº 6.306, Art. 32; Port. nº 264, Art. 1º; IN nº 907, Art. 10</p>
<p>Incidência: resgate, cessão ou repactuação das cotas dos FIIIs efetuados em até 30 dias.</p>	

5.2.3. Investidor estrangeiro

Preliminarmente, cabe destacar que investidores estrangeiros cujos investimentos estejam fora do âmbito da Resolução nº CMN 2.689/00 sujeitam-se ao mesmo tratamento fiscal descrito acima, destinado aos investidores residentes no Brasil.

Para o investidor não residente que investe no Brasil de acordo com as regras determinadas pelo Conselho Monetário Nacional, não há incidência de IOF/Câmbio no ingresso de recursos para a aquisição de cotas de FIIs, desde 31 de janeiro de 2013. Este era um entrave relevante à maior participação desse investidor no segmento. De qualquer forma, o estrangeiro está sujeito à incidência de IOF/TVM sobre a negociação de títulos e valores mobiliários com menos de trinta dias, conforme disposto na tabela abaixo, igualmente ao tratamento conferido aos brasileiros.

No que se refere ao Imposto de Renda, de acordo com regra específica (aplicáveis aos investidores sujeitos ao regime especial de tributação, consolidado na Seção II da IN/RFB n. 1.022/10), os rendimentos auferidos por investidor não residente são tributados na fonte, à alíquota de 15%, desde que tais investidores não sejam residentes em países com tributação favorecida. Já os ganhos de capital são isentos para todos os investidores estrangeiros que realizam suas operações no Brasil de acordo com as normas e condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

O quadro a seguir resume as normas tributárias para não residentes vigentes na data desta publicação.

Imposto de Renda	
IR sobre ganho de capital: isentos;	Lei nº 8.981, art. 69, § 1º, e 73, I, IN nº 1.022
IR sobre rendimentos da carteira nas operações realizadas no mercado de balcão ou em bolsa: 15%.	MP nº 2.189; IN nº 1.022

IOF	
IOF Câmbio: Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros para aquisição de cotas de fundo de investimento imobiliário: alíquota zero;	Dec. nº 6.306, art. 15-A, XII, com redação dada pelo Dec. nº 8.023
IOF-TVM: Imposto sobre Operações relativas a Títulos e Valores Mobiliários sobre alienação, resgate e transferência de aplicações: 1,5% ao dia, observando-se os seguintes limites: - 10%: se o fundo ainda não tiver sido constituído; - 5%: para operações realizadas até um ano da data de constituição do fundo; - Zero: para aplicações após um ano da data de constituição do Fundo.	Dec. nº 6.306, Arts. 29, 30 e 32.

5.3. Tratamento contábil

A natureza do setor imobiliário, onde se originam os principais lastros dos FII, traz desafios adicionais referentes à contabilidade desses fundos. Inicialmente estabelecidos pela ICVM nº 206, de 1994, os critérios contábeis foram aprimorados pela ICVM nº 516, que revogou a Instrução anterior, ao final de 2011. A nova Instrução estabelece os critérios de reconhecimento, classificação e mensuração de ativos e passivos, bem como a apropriação de despesas, que devem ser os mesmos aplicáveis às companhias abertas. Os imóveis deixaram de ser registrados pelo custo de aquisição e reduzidos pela depreciação acumulada, passando a ser avaliados a valor justo. Esta mudança eliminou a redução do valor do ativo ao longo do tempo, que nem sempre refletia a realidade, permitindo uma mensuração mais apropriada da posição patrimonial do fundo.

O valor justo, segundo a regulamentação, é o valor pelo qual um ativo pode ser trocado ou um passivo liquidado entre partes independentes, conhecedoras do negócio e dispostas a realizar a transação, devendo refletir as condições de mercado no momento de sua aferição. Sua melhor evidência seriam os preços correntes de negociação de ativos semelhantes em um mercado líquido, na mesma região e sujeitos a contratos similares de aluguel ou outros. Para o cálculo do valor justo, a norma prevê, ainda, a possibilidade de projeções de fluxos de caixa descontados,

baseados em estimativas confiáveis de fluxos futuros, como contrato de aluguel e valores correntes de aluguéis de ativos na mesma localização e condição. As taxas de desconto utilizadas nesse cálculo devem refletir as avaliações atuais do mercado quanto às incertezas no valor e prazo dos fluxos de caixa.

Quando o imóvel é adquirido para renda ou posterior venda, ele deve ser reconhecido inicialmente pelo valor de custo e continuamente mensurado pelo valor justo.

Por valor de custo entende-se o preço de aquisição somado a todos os gastos da transação diretamente atribuíveis à operação de compra, tais como taxas cartorárias, tributos incidentes sobre a transferência de propriedade do imóvel, corretagens e honorários advocatícios. Caso o imóvel esteja em construção, devem ser adicionados ao valor de custo todos os gastos relacionados à unidade em construção, tais como materiais, mão de obra e serviços técnicos especializados.

A norma prevê dificuldades da mensuração de valores, dada a natureza do setor e a possibilidade de mudanças nas circunstâncias econômicas. Nos casos, por exemplo, de dificuldade de confiabilidade da mensuração do valor de um imóvel em construção, ou da projeção de fluxos de caixa futuros baseados em estimativas para imóveis de aluguel, é permitido o reconhecimento do ativo através do valor de custo, e a avaliação a valor justo pode ser aplicada apenas quando mensurável. A instituição administradora deve avaliar continuamente a existência de eventos que indiquem dificuldades de mensuração e possibilidade de alteração substancial no valor justo do imóvel.

Os imóveis registrados em estoque, nos termos definidos no quadro abaixo, devem ter seus valores continuamente avaliados pela administradora no que se refere à possibilidade de não recuperação de valores, como no caso de dano, declínio de preço de venda, aumento da estimativa dos valores dos custos a se-

rem incorridos para completar a construção ou, ainda, aumento da estimativa das despesas a serem incorridas para a realização da venda.

Ainda no que se refere às dificuldades subjacentes a estimativas, a norma prevê a mensuração de imóveis adquiridos ou destinados à venda através do “valor realizável líquido”, isto é, o valor estimado no curso ordinário do negócio menos as despesas estimadas necessárias para realizar a venda. Se o imóvel estiver em construção, devem ser também deduzidos os custos estimados para completar a construção para a determinação do valor realizável líquido.

Critérios contábeis – linhas gerais	
Imóvel adquirido ou construído para renda	<p>Deve ser classificado como Propriedade para Investimento, em Ativo não Circulante;</p> <p>Deve ser reconhecido inicialmente pelo valor de custo e continuamente mensurado pelo valor justo;</p> <p>Caso decida-se colocar o imóvel à venda, deve ser transferido para a rubrica Estoque quando houver a alteração de uso do imóvel, isto é, quando iniciadas as reformas para colocá-lo em condições de venda.</p>
Imóvel adquirido ou construído para venda	<p>Deve ser classificado como imóveis destinados à venda, em Estoques do Ativo Circulante;</p> <p>Deve ser avaliado pelo menor entre o valor de custo e o valor realizável líquido das despesas estimadas para realizar a venda.</p>
Ativos financeiros	<p>Devem ser classificados a valor justo;</p> <p>Investimentos mantidos até o vencimento ou empréstimos e recebíveis devem ser avaliados ao valor de custo amortizado;</p> <p>É necessário reconhecer provisão para perdas sempre que houver evidência de redução no valor recuperável;</p> <p>A perda por redução no valor recuperável deve ser mensurada pela diferença entre o valor contábil do ativo e o valor presente do novo fluxo de caixa esperado;</p> <p>Para o cálculo do custo amortizado, admite-se que o fluxo de caixa seja estimado em base individual ou coletiva, isto é, por grupo de ativos, ambos com base em perdas esperadas;</p> <p>A estimação em base coletiva deve agrupar os ativos por características de risco de crédito similares, que sejam indicativas da habilidade do devedor em honrar os compromissos assumidos de acordo com as cláusulas contratuais, considerando fatores como atividade econômica, localização geográfica, tipo de garantia, histórico de inadimplência, grau de endividamento.</p>

5.4. Autorregulação de FIIs

Baseada no compromisso de autorregular o mercado, a ANBIMA busca criar condições para que os agentes estabeleçam regras, parâmetros e princípios de funcionamento que incentivem o constante aprimoramento dos padrões operacionais, além de supervisionar o cumprimento dessas normas.

Para atingir esses objetivos, o modelo ANBIMA de autorregulação conta com as áreas de Representação, Supervisão, e com os Conselhos de Regulação. A área de Representação é formada por comitês e subcomitês que propõem regras ou aperfeiçoamentos das regras existentes, enquanto a área de Supervisão é responsável pelo monitoramento do cumprimento das regras e pela criação de ferramentas de supervisão. Por fim, as comissões e os conselhos de Regulação são responsáveis pela imposição de penalidades às instituições que descumprem as regras estabelecidas.

A autorregulação de fundos de investimento é baseada fundamentalmente no código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento, que estabelece princípios e regras para promover a concorrência leal, a padronização de procedimentos, a maior disponibilidade e qualidade de informações, a elevação de padrões fiduciários e a promoção de melhores práticas deste segmento. A observância dos princípios e regras do Código é obrigatória para as instituições associadas à ANBIMA e instituições que, embora não associadas, aderirem expressamente ao código mediante assinatura de termo de adesão.

A adesão ao código expressa o entendimento das instituições participantes de que o desempenho de suas atividades excede o limite da observância das normas legais e regulamentares que lhes são aplicáveis pelas entidades regula-

doras e fiscalizadoras e, por isso, é necessário submeter-se voluntariamente aos procedimentos estabelecidos pelo Código de Autorregulação³².

Mais especificamente, a adesão ao Código de Fundos de Investimento implica a obrigatoriedade de obtenção, pelos gestores, da Certificação de Gestores ANBIMA (CGA), e pelos distribuidores, da CPA-10 e CPA-20, buscando-se assegurar a adequada qualificação desses profissionais. Além da adesão a um rigoroso padrão de diligência, a instituição deve cumprir com o processo de *suitability*, que se refere à verificação da adequação do perfil de investimento à composição da carteira do cliente. A página da instituição na internet recebe um selo identificando a adesão ao código, bem como o prospecto, caso seu conteúdo seja aprovado.

No que se refere especificamente aos fundos de investimento imobiliário, a necessidade de discutir e aprimorar este segmento levou a Associação a criar, em meados de 2008, o Subcomitê de Fundos Imobiliários, subordinado ao Comitê de Fundos de Investimento Estruturados. Posteriormente, o subcomitê passou a integrar o Comitê de Produtos Financeiros Imobiliários, quando este foi criado, em abril de 2010. O objetivo desses fóruns é aprimorar a regulamentação atual dos FIIs, ampliar o relacionamento institucional com órgãos do Governo e entidades do mercado, bem como ampliar o conhecimento do mercado, órgãos reguladores e investidores sobre os produtos imobiliários.

Um resultado importante do trabalho desse comitê foi a introdução de um capítulo específico sobre FIIs, em junho de 2013, no Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento. Com isso, esses fundos³³ passam a ser registrados e supervisionados pela ANBIMA, de forma

32. O Código ANBIMA não se sobrepõe à legislação e regulamentação vigentes. Caso haja contradição entre regras estabelecidas e normas legais ou regulamentares que venham a ser editadas posteriormente ao início de vigência do código, a respectiva disposição é desconsiderada, sem prejuízo das demais regras nele contidas.

33. Apenas FIIs distribuídos pela ICVM n° 400.

indireta, com mandato para aplicação de multas objetivas e abertura de Procedimentos para Apuração de Irregularidades. Neste sentido, a adesão ao código significa, para o investidor, maior transparência de informações e segurança em relação aos padrões de diligência aplicados sobre a gestão, distribuição e administração desses fundos. Trata-se de uma segurança adicional para o investidor de que o fundo se compromete a respeitar as melhores práticas de negócios para o segmento em que atua. Além disso, os fundos registrados na Associação enviam informações para a base de dados ANBIMA, possibilitando a elaboração de estudos, estatísticas e relatórios que conferem ao investidor e aos demais agentes do mercado informações adicionais para balizar a tomada de decisões.

Os FIs registrados na ANBIMA têm toda a documentação enviada sujeita a análise e verificação da informação cadastrada. O quadro abaixo resume as regras e procedimentos estabelecidos pelo capítulo de FIs no Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas. As demais regras, aplicáveis também aos demais tipos de fundos, podem ser acessadas no portal da Associação³⁴.

Adesão ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas	
Registro	<p>Os FIs constituídos a partir de 01 de junho de 2013 devem ser registrados na ANBIMA no prazo máximo de 15 (quinze) dias corridos após o protocolo de pedido de registro de funcionamento do FI na CVM, mediante envio dos seguintes documentos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Prospecto e Regulamento; • Comprovante de pagamento da taxa de registro; • Formulário de cadastro; • Protocolo do pedido de registro de funcionamento do FI na CVM; • Minuta de boletim de subscrição e minuta do termo de compromisso; • Material de Divulgação aprovado pela CVM; • Anúncio de Início de Distribuição de Cotas; • Anúncio de Encerramento de Distribuição de Cotas; e • Demais documentos complementares, considerados necessários para o entendimento da estrutura da operação e das características do FI pela área de Supervisão de Mercados da ANBIMA.

continua.

34. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Pages/default.aspx>

continuação.

<p>Base de dados ANBIMA</p>	<p>Constarão da base de dados as seguintes informações:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Emissões totais de FII (ofertas); • Estoque; • Evolução do patrimônio líquido; • Evolução do número de fundos; e • <i>Rankings</i>. <p>Os FIs objeto de ofertas públicas com esforços restritos, com dispensa de registro na CVM ou que já estejam em funcionamento na data da entrada em vigor do Código, deverão apenas ser registrados na ANBIMA para fins de envio dessas informações.</p>
<p>Ofertas públicas de cotas</p>	<p>As ofertas públicas de cotas de FIs administrados por Instituições Participantes devem ser registradas na ANBIMA no prazo máximo de 15 (quinze) dias corridos, contados da publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição da Oferta;</p> <p>O registro de novas ofertas públicas de cotas de um FII em funcionamento deve ser acompanhado dos mesmos documentos exigidos para o registro do fundo.</p>
<p>Prospecto</p>	<p>Além das informações comuns aos demais fundos de investimento, são exigidas as seguintes informações específicas para os FIs:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Indicação de potenciais conflitos de interesse; • Estudo de viabilidade incluindo análise mercadológica e/ou setorial, quando aplicável; • Laudo de avaliação quando os ativos-alvo estiverem especificamente definidos; • Rentabilidade: indicar se o fundo busca um objetivo de retorno determinado e, na existência de rentabilidade-alvo, explicitar a metodologia; e • Receita mínima garantida: indicar a fonte pagadora da receita, o percentual ou montante, a periodicidade e o prazo oferecido.
<p>Administração da carteira com contratação de consultor imobiliário</p>	<p>A contratação de consultor imobiliário deve obedecer a regras de diligência e ser acompanhada por aplicação de Questionário, em padrão único, visando conferir maior racionalidade à seleção destes prestadores de serviço;</p> <p>O modelo é disponibilizado pela ANBIMA, podendo cada Instituição Participante adicionar outras questões julgadas relevantes na forma de anexo ao questionário;</p> <p>A Instituição Participante deverá fornecer ao consultor imobiliário informações e documentos necessários para o cumprimento das suas funções.</p>

► CONCLUSÃO

Conforme visto ao longo deste livro, a criação dos fundos de investimento imobiliário, em 1993, significou, por um lado, a consolidação de mais uma fonte de financiamento para o setor imobiliário e, por outro, a oferta de mais um ativo financeiro entre as alternativas de aplicação para os investidores. Com um total de R\$ 54 bilhões de patrimônio líquido, o segmento praticamente triplicou nos últimos três anos e, em dezembro de 2013, representava 2,15% do total da indústria de fundos de investimento no Brasil. A redução do patamar de juros, que aumentou a atratividade relativa das cotas, e o crescimento do próprio setor imobiliário, que cresceu em média 5% ao ano, incluindo atividades imobiliárias, aluguéis e construção civil, impulsionaram o crescimento dos fundos imobiliários no Brasil nos últimos anos.

A possibilidade, trazida pela ICVM nº 472/08, de aplicação em ativos financeiros atrelados ao setor imobiliário, em especial os títulos de dívida privada com lastro nesses créditos, trouxe mais flexibilidade para a carteira desses fundos, tanto pela maior liquidez, comparativamente aos empreendimentos imobiliários, quanto pela diversidade de estratégia, já que alguns fundos puderam optar por compor suas carteiras predominantemente com ativos financeiros. A constituição de fundos com portfólios compostos por esses ativos viria ainda a adicionar um potencial maior de crescimento ao segmento.

No que se refere aos investidores, a isenção tributária nos fundos que atendem aos critérios de pulverização e concentração, tratados no capítulo 5, torna o ativo bastante atrativo para o segmento de pessoas físicas. Com isso, esses investidores foram responsáveis por 78% do volume total captado entre 2009 e dezembro de 2013 e representaram 96% do número total de subscritores da amostra utilizada no mesmo período. A proximidade com o ativo subjacente e a grande importância creditada pelo brasileiro ao investimento em imóvel ajudam a explicar a elevada demanda do investidor pessoa física por ativos do segmento imobiliário.

A perspectiva é que o desenvolvimento do mercado propicie melhor governança e maior transparência de informações, mitigando as dificuldades atuais em termos de disponibilidade de dados. A inclusão de um capítulo de FII's no Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas, em junho de 2013, já é um importante passo neste sentido, assim como a divulgação de estatísticas no portal da Associação, prevista para o primeiro semestre de 2014. A maior transparência e melhor governança devem contribuir para a ampliação do conhecimento do ativo pelo investidor e o consequente fortalecimento de seu processo decisório, o que será fundamental para o crescimento consistente do segmento.

Considerando-se todos esses aspectos e, ainda, o peso do setor imobiliário na economia brasileira, de 12% do PIB, a avaliação de agentes é que há bastante espaço para a manutenção da trajetória de crescimento dos fundos imobiliários. A percepção é de que, em um ambiente econômico mais propício, com menor patamar de juros e ampliação do crédito imobiliário, o fortalecimento dos alicerces da indústria de fundos de investimento imobiliário em curso, em especial no que se refere à transparência de informação e governança, contribuirá para o bom desempenho do segmento nos próximos anos.

► REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRANCO, Carlos Eduardo Castello; MONTEIRO, Eliane de Mello Alves Rebouças. Um estudo sobre a indústria de fundos de investimentos imobiliários no Brasil. **Revista do BNEDES**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 20, p. 261-296, dez. 2003.

GUIA TRIBUTÁRIO. Rio de Janeiro: ANBIMA, 1997- . Periodicidade irregular. Publicação eletrônica, acesso restrito aos assinantes. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/legislacao/guia-tributario/Pages/default.aspx>>. Último acesso: fev. 2014.

SÚMULAS. Rio de Janeiro: ANBIMA, 1990- . Periodicidade irregular. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/legislacao/sumulas/Pages/default.aspx>>. Último acesso: fev. 2014.

Sites consultados:

Banco Central do Brasil <www.bcb.gov.br>

BM&FBovespa <www.bmfbovespa.com.br>

Cetip <www.cetip.com.br>

CVM - Comissão de Valores Mobiliários <www.cvm.gov.br>

IBGE <www.ibge.gov.br>

National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT)
<www.reit.com>

Uqbar <www.uqbar.com.br>

Estudos Especiais

Produtos de Captação

Confira outros números da série:

01. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (2006)

02. Debêntures (2008)

03. Títulos do Agronegócio - Cédula de Produto Rural (2008)

04. Títulos do Agronegócio - Certificados de Depósito Agropecuário e Warrant Agropecuário (2009)