

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PROJETO DE MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS

GUSTAVO GONZAGA BORGES

MATRÍCULA: 0911732

ORIENTADOR: LUIZ ROBERTO CUNHA

JUNHO 2014

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Gustavo Gonzaga Borges

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

## **Sumário:**

### Capítulo I: Apresentando os Fundos de Investimento Imobiliário

- O que são Fundos de investimento imobiliário?
- Legislação e regulamentação
- Agentes envolvidos
- Classes de FIIs
- Governança
- Trajetória: IPO, distribuição e negociação
- Variáveis de precificação

### Capítulo II: O mercado de Fundos de Investimento Imobiliário

- Comparação com o investimento direto em imóveis
- Isenção do imposto de renda sobre rendimentos
- Queda da taxa de juros ao mínimo histórico
- Alta dos juros e retração do mercado
- Cenário atual

### Capítulo III: Os números do mercado

- A evolução do patrimônio
- Os setores de exposição
- Principais gestores e administradores
- Volume de negociação

### Capítulo IV: Produtos financeiros de investimento imobiliário no exterior

- REITs dos EUA
- A-REITs da Austrália
- FIBRAs do México

Conclusão

Bibliografia

Gráficos e tabelas:

- 1) Classificação de Fundos Imobiliários, pg 12
- 2) Documentos Periódicos Obrigatórios, pg 14
- 3) Comparação FIIs x Imóveis, pg 17
- 4) IFIX x Expectativa Focus Selic, pg 23
- 5) FIIs com RMG expirada, pg 25
- 6) Evolução do mercado de FIIs, pg 26
- 7) Numero de Emissões de FIIs, pg 27
- 8) Numero de Investidores de FIIs, pg 28
- 9) Exemplos de Empresas, pg 29
- 10) Mediana do Volume Negociado, pg 30
- 11) Diversificação em 2008, pg 31
- 12) Diversificação em 2011, pg 32
- 13) Diversificação em 2014, pg 33
- 14) Exposição por setor, pg 33
- 15) Ranking de Administradores, pg 34
- 16) Ranking de Gestores, pg 34
- 17) Evolução dos REITs, pg 36
- 18) Diversificação dos REITs, pg 36
- 19) Fibras Mexicanos, pg 41

## **Introdução:**

O tema do trabalho será apresentar o produto Fundo de Investimento Imobiliário e explorar a sua evolução recente no mercado financeiro brasileiro, entendendo os setores afetados, a variação no número de investidores e quais foram os principais fatores que ocasionaram este crescimento.

Estaremos observando desde a legislação que criou este ativo financeiro, sua estrutura atual e até os projetos e novas medidas que estão tramitando hoje nos órgãos reguladores para aperfeiçoamento do produto, com uma atenção especial para a comparação entre o investimento por pessoas físicas através de fundos imobiliários e o investimento realizado diretamente em imóveis.

Acompanharemos também o desempenho deste segmento de ativos financeiros em economias estrangeiras buscando referências e *benchmarks* para comparação, especialmente no que diz respeito a sua participação e importância com relação ao mercado imobiliário destas economias. São diversos os países com um mercado financeiro imobiliário mais desenvolvido do que o brasileiro cuja experiência pode nos auxiliar a criar expectativas com relação ao futuro do mercado nacional.

## Capítulo I:

### Apresentando os Fundos de Investimento Imobiliário

#### 1. O que são Fundos de Investimento Imobiliários?

Criados com o objetivo de expandir, estimular e fortalecer o mercado imobiliário, os fundos de investimento imobiliário são veículos de investimento que reúnem investidores sob o objetivo de investir em ativos de cunho imobiliário. O fundo é um condomínio fechado, de prazo determinado ou indeterminado no qual os investidores se reúnem em torno de um mesmo regulamento e política de investimentos.

A saída do investidor se dá apenas pela liquidação integral do fundo ou pela venda de sua participação a outro investidor, quando possível. A possibilidade existe pelo fato de que fundos imobiliários distribuídos sem esforços restritos tem a possibilidade da negociação de suas cotas em mercado de bolsa ou balcão organizado, onde o cotista pode então se desfazer de sua participação no condomínio. Deste modo, a rentabilidade do investidor ao fim do investimento é calculada através de duas variáveis, os rendimentos que recebeu ao longo do período e a diferença entre o preço pago pela cota e o preço recebido pela venda.

O grupo de ativos nos quais os fundos imobiliários podem investir, “ativos de cunho imobiliário” é uma classificação muito pouco restritiva atualmente. Engloba qualquer direito real sobre bens imóveis, desde terrenos até ativos em desenvolvimento e títulos e valores mobiliários de renda fixa com lastro imobiliário, como por exemplo certificados de recebíveis imobiliários, letras hipotecárias, letras de crédito imobiliário, sociedades de propósito específico, entre outros<sup>1</sup>.

#### 2. Legislação e regulamentação

Os fundos de investimento imobiliário foram criados em junho de 1993 pela Lei Federal 8.668/93. Esta lei criou a base de funcionamento do produto que vigora até hoje, ou seja, condomínio fechado, flexibilidade de prazo de duração, a necessidade de uma instituição administradora, suas obrigações, proibições, a necessidade da criação de um regulamento e o que o mesmo deve conter.

---

<sup>1</sup> Guia Mensal de Fundos Imobiliários XP Investimentos

Esta lei estabeleceu ainda que os fundos de investimento imobiliário têm toda sua operação, desde autorização de funcionamento, constituição, aprovação de regulamento e monitoramento de suas atividades como responsabilidade da Comissão de Valores Imobiliários. Posteriormente, a instrução 205 da Comissão de Valores Mobiliários regulamentou a lei em janeiro de 1994.

Em janeiro de 1999 foi aprovada a lei 9.799, que define que os fundos imobiliários são obrigados a distribuir aos seus cotistas, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em junho e dezembro de cada ano. Esta é a lei que dá ao produto a característica de ser um forte pagador de aluguel. A lei 9.799 também instaurou a cobrança de 20% de imposto de renda sobre lucro tanto com rendimentos quanto com a negociação de cotas e a cobrança de IR do próprio fundo imobiliário como pessoa jurídica.

Em 2005 a lei 11.196 passou a isentar as pessoas físicas da cobrança de imposto de renda sobre os rendimentos distribuídos pelos fundos imobiliários, o que conferiu ao produto uma de suas mais atrativas características atualmente. Em conjunto com o que estabeleceu a lei 9.799/99 criou um produto considerado um forte pagador de rendimentos isentos de imposto de renda.

A isenção é restrita apenas a fundos imobiliários que atendessem duas condições, a primeira de que o ativo tenha no mínimo cinquenta cotistas e a segunda de que nenhum cotista individualmente tenha mais de 10% das cotas do fundo ou receba mais de 10% de seus rendimentos.

Em 2009 entrou a até então última lei que alterou a regulamentação dos fundos de investimento imobiliário. Foi a lei 12.024 que conferiu enorme benefício fiscal ao produto. A partir desta data os fundos imobiliários passaram a ser isentos de imposto de renda dentro da própria estrutura quando investindo em ativos de cunho imobiliário. Isto elevava a isenção sobre os lucros da operação para todas as esferas envolvidas, desde o efetivo ganho até o recurso ser distribuído ao cotista final.

Pouco antes disto, em 2008, a instrução da CVM que regula os fundos imobiliários foi reformulada e assim criou-se a instrução 472, atual ditadora das diretrizes do produto, assim revogando a antiga instrução 205.

### 3. Documentos

O primeiro e mais importante documento na criação de um fundo imobiliário é o seu regulamento. Ele deverá conter o objeto do fundo, que é uma definição clara dos segmentos onde o mesmo atuará e a natureza dos investimentos e empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados.

O regulamento também deverá conter a política de investimentos do fundo, que definirá os aspectos do investimento que somente poderão ser alterados com prévia anuência dos cotistas, o grau de liberdade da instituição administradora ou gestora na condução dos investimentos do condomínio e também quaisquer requisitos mínimos de classificação de risco para os ativos.

Outros itens a serem incluídos e determinados no regulamento são o prazo de duração do fundo, determinado ou indeterminado, as taxas e encargos do fundo, como administração, performance, consultoria e gestão, o número de cotas do fundo, possibilidade ou não de subscrição parcial e novas emissões, critérios para concentração de recursos em um mesmo investidor, política de distribuição de rendimentos, quórum mínimo para futuras alterações no regulamento, entre outras determinações de menor relevância.

O segundo item de grande importância é o prospecto da oferta. O prospecto consiste na apresentação do fundo e do regulamento aos investidores e deve ser feito em conformidade com que está disposto na instrução CVM 400, que regula todas distribuições de valores mobiliários.

Também presente na grande maioria das ofertas públicas de cotas de fundos imobiliários está o material publicitário. O documento é uma versão resumida do prospecto, com os riscos e descrição do alvo e política de investimentos do fundo em questão. Por ser um mercado majoritariamente formado por investidores pessoa física o material publicitário tem papel importante durante a etapa de distribuição, pois trás as informações em uma linguagem mais acessível a esta classe de investidores. Apesar desta vantagem, muitas vezes pode se tornar uma armadilha, por fazer com que os investidores não leiam o prospecto e deixem de saber de muitos aspectos importantes de funcionamento do fundo antes de tomarem suas decisões de investimento.



Existem ainda outros dois documentos de extrema importância, em especial para os FIIs que investem diretamente em imóveis. São o estudo de viabilidade do FII, normalmente elaborado por empresa independente terceirizada e o laudo de avaliação dos imóveis integrantes do patrimônio do FII. Estes dois documentos tem como objetivo auxiliar o investidor na precificação do que ele está investindo assim como projetar o retorno do fundo ao longo de sua existência.

Estes são os principais documentos apresentados durante a oferta primária dos fundos de investimento imobiliário e estão presentes na grande maioria das distribuições. Evidentemente que dependendo das particularidades do fundo outros documentos importantes são anexados, desde contratos de locação firmados à escritura do imóvel.

#### 4. Agentes envolvidos

São diversas as instituições envolvidas no processo de criação de um fundo imobiliário, desde sua estruturação até início de operação, geralmente no mercado de bolsa.

O primeiro e principal agente é a instituição que irá atuar como administrador do fundo. É o administrador, representado pelo seu diretor responsável, quem preenche os requisitos exigidos na instrução 472 da CVM para então efetuar o pedido de autorização de constituição à mesma entidade.

Dependendo do formato operacional do fundo pode-se ter ainda a contratação de um gestor e uma consultora especializada, prática especialmente comum em fundos com gestão ativa como iremos descrever adiante.

É obrigatório que todo fundo contrate um auditor independente que estará auditando anualmente as demonstrações financeiras do veículo. Este auditor deve ser devidamente registrado na CVM e já deve ter seu nome divulgado junto com o pedido de constituição do fundo.

Aprovado e devidamente registrado na CVM o fundo deverá então iniciar sua oferta pública inicial de distribuição de cotas. Esta distribuição ocorrerá por intermédio de instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e pode ter desde um único coordenador líder ou além dele outras inúmeras instituições

contratas, convidadas e com diversos níveis de importância e remuneração por seus esforços. Estas instituições de distribuição são normalmente bancos e corretoras de valores.

Nos documentos de avaliação do imóvel e estudo de viabilidade entra a participação de empresas com especialização técnica. Em geral empresas de engenharia ou consultoras imobiliárias multinacionais, cujo objetivo é avaliar o ativo e projetar o resultado do fundo nos próximos anos frente diferentes premissas e cenários econômicos.

Durante a operação do fundo imobiliário são dois os agentes mais importantes, os gestores e os consultores imobiliários. São funções que podem ser incorporadas pelo administrador o que não as torna obrigatórias para todo FII, mas estão presentes na grande maioria em especial nos fundos que possuem gestão ativa.

O papel do gestor é tomar todas as decisões de investimento do fundo. Entre suas atribuições estão aprovar ou não a assinatura de novos contratos de locação, tomar a decisão de investimento sobre quais ativos da carteira comprar ou vender, antecipar ou não a distribuição de dividendos mensalmente e em caso de antecipação decidir qual será o seu valor.

Já o objetivo do consultor imobiliário é fornecer suporte para as decisões de investimento do fundo além de cuidar de qualquer questão técnica. Como exemplo podemos citar negociações de cláusulas contratuais e avaliação de ativos para aquisição ou propostas para venda de ativos integrantes do condomínio.

O último agente a mencionar opera um papel mais discreto e menos visível para os cotistas mas ainda assim importantíssimo para o funcionamento do fundo imobiliário. Trata-se do assessor jurídico, que cuida da assessora o administrador e gestor em qualquer necessidade relacionada aos aspectos legais.

## 5. Classes de FIIs

Como descrevemos acima o universo de ativos de cunho imobiliário nos quais os FIIs podem investir é muito dinâmico. Desde hospitais, passando por faculdades, terrenos, operações de desenvolvimentos e até recebíveis de crédito imobiliário.

Para facilitar a divisão e análise dos ativos disponíveis no mercado foram feitas algumas divisões de acordo com características de cada ativo. As distinções não são reconhecidas pelos órgãos reguladores mas são comumente utilizadas pelos agentes do mercado. Atualmente as duas principais são o setor de exposição e a fase operacional.

O setor de exposição do FII define que tipo de imóvel é o alvo de investimento do fundo. Hoje no mercado existem fundos que investem em lajes comerciais, galpões logísticos, imóveis residenciais, hospitais, faculdades, recebíveis imobiliários, outros fundos imobiliários (estes conhecidos como fundos de fundos), hotéis, shopping centers, agências bancárias, cepacs e inclusive um estádio de futebol<sup>2</sup>. Muitos dos imóveis existentes nos grandes centros corporativos do país são de propriedade de fundos imobiliários.

A fase operacional é basicamente a situação do imóvel. Existem três cenários: desenvolvimento, maturação e operação. Desenvolvimento é quando o empreendimento está em construção, desde o projeto até efetiva entrega do imóvel. No caso de fundos de papel é a fase de investimento, quando logo após o IPO todos os recursos ainda estão em caixa para serem investidos. Maturação é especialmente importante no setor de shopping centers e diz respeito a fase logo após a entrega, quando o imóvel costuma ter ainda certa vacância e falta a consolidação na região. Operação é quando o imóvel se consolida na região e passa apenas a realizar o remanejamento de locatários.

Existem outras subdivisões que também são utilizadas com frequência. Como, por exemplo, se o fundo é projetado para um único locatário, sendo assim um monolocatário e se o fundo é projetado para possuir apenas um ativo é chamado de monoativo. Esta última distinção inclusive nos trás a uma outra classificação muito importante, que é o modelo de gestão do fundo.

Em geral, fundos monoativo tem gestão passiva. Em muitos casos de FIIs com gestão passiva não é contratado um gestor e o próprio administrador é quem faz a

---

<sup>2</sup> CVM

gestão, normalmente auxiliado pelo consultor imobiliário. Fundos de gestão passiva são os fundos imobiliários que não tem uma política de investimento que envolva troca ou reciclagem de ativos.

Já seus opostos, os fundos de gestão ativa, são os fundos que envolvem troca recorrente de ativos. Os exemplos mais claros são os fundos que investem em certificados de recebíveis imobiliários e os fundos de fundos, que investem em outros fundos imobiliários, que estão com certa frequência girando os ativos da carteira. Fundos de real estate com muitos imóveis que realizam operações de compra e venda também se encaixam nesta categoria.

<b>Situação</b>	Desenvolvimento, maturação ou operação
<b>Exposição</b>	Corporativo, Shopping/Varejo, Recebíveis, Agências, Logístico, Fundo de Fundos, Residencial, Educacional, Hotel e Hospital
<b>Inquilinos</b>	Moinquilino ou multinquilinos
<b>Estrutura</b>	Monoativo ou multiativos

Fonte: Guia Mensal e Relatório Semanal XP Investimentos

## 6. Governança

Este é um dos temas mais discutidos no mercado de fundos imobiliários atualmente, que trata de quais informações e com que periodicidade o fundo é obrigado a divulgar de forma pública. Um dos principais problemas de um nível de divulgação de informação muito elevado é que causa impactos relevantes na capacidade comercial do fundo.

Supondo um imóvel com vacância relevante, por exemplo. Caso existam informações detalhadas de forma pública a respeito dos outros contratos que o fundo atualmente tem assinado, será muito difícil para ele negociar com os possíveis novos locatários qualquer valor de aluguel acima dos antigos.

Outra situação de conflito diz respeito a confidencialidade de informações dos locatários. Existem situações de empresas que optam por manter sua localização

sigilosa, o que traria conflito com os fundos imobiliários caso os mesmos necessitassem informar ao mercado todos seus locatários.

O que tem sido procurado ao longo das últimas conversas é o ponto de maior nível de divulgação possível de informações que não prejudique a capacidade comercial do fundo imobiliário. Um melhor nível de governança é essencial para o mercado pois aumenta sua atratividade, o que tem um efeito notável no mercado de fundos imobiliários por se tratar de um mercado composto majoritariamente por pessoas físicas.

As informações e a periodicidade com a qual os fundos imobiliários têm de divulgá-las estão na instrução 472 da CVM. Atualmente são sete os informes periódicos que o fundo imobiliário é obrigado a divulgar, com periodicidades mensal, trimestral, semestral e anual.

Mensalmente os fundos imobiliários são obrigados a divulgar informações relacionadas ao patrimônio do fundo, como seu valor patrimonial, a rentabilidade do período, seus investimentos e a discriminação de seus bens e direitos.

De forma trimestral são obrigados a divulgar informações sobre o andamento de obras e o valor total dos investimentos já realizados. Este informe evidentemente tem obrigatoriedade exclusiva para fundos imobiliários que possuem ativos em desenvolvimento.

Semestralmente o fundo deve estar informando ao mercado sua relação de demandas judiciais e extrajudiciais e exclusivamente no primeiro semestre o balancete semestral e o relatório do administrador, que passado o primeiro semestre tem obrigatoriedade apenas anual.

O relatório do administrador é um dos informes periódicos obrigatórios mais completos. Deve conter a descrição de todos negócios realizados no semestre, especificando objetivos, montante dos investimentos, receitas auferidas, origem dos recursos utilizados assim como a rentabilidade do período. Deve conter também o programa de investimentos para o semestre seguinte assim como informações sobre a conjuntura econômica do segmento em que atua, suas perspectivas para o próximo semestre, o valor de mercado de seus ativos com eventuais valorizações e

desvalorizações no período fundamentadas por uma análise técnica (laudo de avaliação).

Além destas informações os fundos precisam divulgar neste mesmo relatório do administrador a relação das obrigações contraídas no período bem como o histórico do fundo nos últimos quatro semestres, com valor patrimonial e rentabilidade.

Anualmente os fundos são obrigados a divulgarem suas demonstrações financeiras, que devem obedecer as normas contábeis específicas expedidas pela CVM e são o alvo de análise dos auditores independentes, que devem também de forma anual emitirem seus pareceres.

<b>Periodicidade</b>	<b>Relatórios</b>
Mensal	Informe Mensal
Trimestral	Relatório de Obras
Semestral	Relatório Judicial e Extrato do Cotista
Anual	Demonstrações Financeiras, Parecer da Auditoria e Relatório do Administrador
Não Específica	Convocação de Assembleias, Atas de Assembleias e Fatos Relevantes

Fonte: Instrução CVM 472

Além destas periódicas os fundos também precisam divulgar de forma obrigatória algumas informações eventuais. Sempre que convocadas assembleias gerais extraordinárias os fundos precisam disponibilizar seu edital de convocação, assim como a ata em no máximo oito dias após sua ocorrência. São obrigados também a divulgar todo e qualquer fato relevante que possa afetar a tomada de decisão sobre compra, venda ou manutenção das cotas do fundo.

Todas as informações e relatórios mencionados até então nesta sessão são divulgados ao mercado através da disponibilização na página dos administradores e também na comissão de valores imobiliários. Mas existem ainda certas informações que são obrigadas a serem enviadas individualmente para cada cotista.

São três estas informações. A primeira é o resumo de decisões tomadas em qualquer assembleia geral de cotistas, seja ordinária ou extraordinária. Existe também a obrigatoriedade em enviar um documento semestral com informações de extrato da conta depósito e informações patrimoniais e de rentabilidade do período assim como saldo de cotas e movimentação ocorrida no intervalo. Para finalizar, os administradores também devem enviar anualmente até o dia 30 de março de cada ano informações sobre quantidade de cotas do cotista, seu valor patrimonial e qualquer comprovante necessário para efeitos de declaração de imposto de renda.

#### 7. Trajectoria: IPO, distribuição e negociação.

Todo fundo imobiliário tem seu início com um pedido por parte da instituição administradora da constituição junto a CVM. Após os trâmites burocráticos com o regulamento e prospectos devidamente aprovados é o momento de apresentar o fundo aos cotistas e dar início a oferta pública inicial de cotas.

Oficialmente todo fundo imobiliário tem 180 dias para lançar sua oferta pública inicial, mas normalmente eles o fazem em um período mais curto para poder realizar rapidamente a compra do imóvel e evitar que os cotistas fiquem com seu dinheiro parado ou em ativos de baixíssimo risco e conseqüentemente também baixíssima remuneração.

A oferta das cotas aos investidores potenciais é feita através do esforço conjunto do administrador, gestor, consultor imobiliário e distribuidores. O material publicitário e o prospecto são as principais ferramentas de apresentação e são amplamente utilizados, assim como os roadshows.

Além do lote inicial de cotas proposto no prospecto existe também um lote mínimo a ser distribuído para funcionamento do fundo, caso todas as cotas não sejam absorvidas pelo mercado assim como lotes suplementares e complementares, que muitas vezes são utilizados em caso de excesso de oferta e expandir em até 35% a oferta.

Em caso de excesso de demanda além da disponibilidade de cotas, é feita primeiro a exclusão de qualquer agente vinculado da oferta. Caso a demanda permaneça, na distribuição ao varejo é feito um rateio automático e igualitário percentualmente entre os cotistas. Para aumentar a diversificação e beneficiar o cotista pessoa física de menor porte financeiro, algumas ofertas fazem uso de um lote mínimo garantido, onde existirá

preferência para satisfazer até aquele valor para todos os cotistas que reservaram cotas e o que passar dele torna-se então alvo de rateio.

Fundos podem realizar sua oferta inicial com um ou mais períodos de reserva, sendo que a cada período todas as reservas realizadas são liquidadas em uma mesma data, a partir da qual todas as cotas da mesma data de liquidação passarão então a ter os exatos mesmos direitos.

Uma vez terminada todas as fases de reserva e efetivamente liquidada a oferta, o trabalho passa então aos administradores e gestores do fundo que devem realizar a alocação dos recursos captados, em linha com o objeto e a política de investimento descritas no prospecto e regulamento.

Durante o mesmo período onde o fundo começa a ser alocado, geralmente tem-se início do processo para iniciar as negociações das cotas em mercado de balcão ou bolsa de valores. Atualmente todos os fundos do mercado são negociados na BM&FBovespa, única empresa especializada existente no país.

O ticker de negociação do fundo imobiliário sempre é composto de quatro letras seguidas pelo número onze. No caso de fundos negociados no mercado de balcão, adiciona-se um “B” após o onze.

Uma vez consolidado no mercado, o administrador pode optar por expandir o capital do fundo imobiliário através de uma nova oferta pública de ações. Os procedimentos serão o mesmo de uma oferta primária exceto pelo fato de que será concedido aos cotistas existentes no fundo um direito de subscrição para que eles possam manter sua porcentagem de cotas do fundo caso optem por fazê-lo.

O valor pelo qual as novas cotas serão lançadas é definido por regulamento. Pode ser desde um valor indexado pelo valor patrimonial até uma média móvel do valor de negociação das cotas nos últimos dias antes da oferta ser registrada na CVM.



## Capítulo II:

### O Mercado de Fundos de Investimento Imobiliário

#### 1. Comparação com o investimento direto em imóveis

Os fundos imobiliários foram estruturados com o objetivo de se tornarem um mecanismo que aumente a eficiência no investimento em imóveis. Em função disto, conseguem apresentar vantagens relevantes na comparação com o investimento direto em imóveis por pessoas físicas. São cinco as principais: acesso, liquidez, custos, gestão profissional, benefício fiscal.

	Fundos de Investimento Imobiliários	Imóveis
<b>Acesso</b>	Possibilidade de investimento em Shopping Centers, Lajes Corporativas, Galpões Logísticos e outros ativos de grande porte a partir de R\$ 100,00.	Para a grande maioria dos investidores é um mercado restrito a quartos de hotéis, terras, casas, apartamentos e salas comerciais.
<b>Liquidez</b>	Negociação diária em bolsa das cotas. Possibilidade de vender apenas parte do investimento.	Processo demorado desde a tomada da decisão de venda até receber efetivamente os recursos que pode demorar meses e até anos.
<b>Custos</b>	Transações em geral sofrem apenas corretagem de 0,5% dependendo do acordo do cliente com sua corretora de valores.	Custos de ITBI, remuneração do corretor e despesas judiciais encarecem a operação.
<b>Gestão Profissional</b>	Equipe de profissionais especializados para cuidar de toda a gestão dos ativos investidos.	Muitas vezes o investidor não tem como especialidade o investimento em imóveis. Negociação de contratos e outras decisões de gestão podem não ser as melhores e geram custo de oportunidade relevante.
<b>Benefício Fiscal</b>	Isonomia de imposto de renda nos rendimentos distribuídos.	Dependendo da alíquota o imposto de renda sobre os aluguéis pode chegar a 27,5%.

Fonte: Guia Mensal de FIIs XP Investimentos e Materiais Publicitários de distribuição de IPOs

No que diz respeito ao acesso, o mercado de fundos de investimento imobiliário permite que o investidor pessoa física comum, com um patrimônio disponível para investimento reduzido, possa estar exposto aos riscos e benefícios de imóveis de grande porte, como edifícios corporativos, galpões logísticos e shopping centers. Com cotas que em geral são lançadas a R\$ 100,00, praticamente qualquer investidor pode através dos FIIs adquirir participação em empreendimentos deste porte.

Não fosse o mercado de FIIs, estes tipos de empreendimento estariam na prateleira de investimentos apenas de empresas de grande porte ou os pouquíssimos investidores que tem patrimônio para arcar com os custos de investimentos desta magnitude.

Com a possibilidade de compra de cotas a custos tão reduzidos, a classe de ativos abre a possibilidade de diversificação em inúmeros empreendimentos e classes de imóveis diferentes. Mesmo tendo um baixo patrimônio o investidor tem a possibilidade de investir em imóveis com as mais diversas operações. Edifícios corporativos, galpões e condomínios logísticos, hospitais, campi universitários e shopping centers, espalhados pelo país, podem fazer parte do portfólio de investimento de qualquer pessoa física com um valor próximo a R\$ 10.000,00<sup>3</sup> para investir.

A abrangência da diversificação fica ainda mais clara ao compararmos por exemplo com um investidor que compra uma sala comercial ou um flat para usufruir da renda mensal. Outras comparações interessantes podem surgir a partir deste exemplo, sendo outra das que mais chamam atenção a liquidez.

A grande maioria dos fundos imobiliários tem suas cotas negociadas em bolsa, o que é uma exigência para que tenham o benefício fiscal da isenção do imposto de renda. Com as cotas negociadas em bolsa, os investidores tem a possibilidade, dependendo do volume médio negociado de cada ativo e o capital total envolvido, de obter liquidez imediata para suas cotas. Enquanto isto, no investimento direto em imóveis é comum que do momento da decisão de venda até a entrada do recurso na conta do proprietário demore meses ou até anos. Este período aumenta de maneira relevante caso o investidor não tenha apenas um imóvel, mas diversos. No mercado de fundos imobiliários normalmente o cliente consegue concluir a compra ou venda em poucos dias.

No próprio processo de transação existem benefícios exclusivos ao mercado de FIIs, o que nos leva a falar sobre os custos. Para a venda de um imóvel adquirido de forma direta, o investidor normalmente o faz por intermédio de um corretor imobiliário, que tem a função de auxiliar com escrituras, certidões, entre outros documentos, além de prospectar compradores. Por estes serviços costumam cobrar algo próximo a 6%, na média. Ao vender as cotas dos fundos imobiliários através de plataformas de negociação do mercado financeiro, além de ser um processo muito mais simples e fácil, a única taxa

---

<sup>3</sup> Valor mínimo normalmente exigido para participar de um IPO. Fonte: Prospectos de distribuição.

cobrada é a taxa de corretagem, em geral de 0,5% sobre o valor da operação dependendo do acordo que o cliente tenha com a sua corretora de valores.

Durante o período no qual o investidor está exposto os custos de investimento nos FIIs também costumam ser menores. Se restringem às taxas de administração, gestão, consultoria e performance (as três últimas podem existir ou não, dependendo da estrutura do fundo), que juntas tem uma média entre 1% e 2% ao ano<sup>4</sup>.

No caso do investimento direto em imóveis, este custo tende a ser maior. Não é um custo necessariamente financeiro, mas o custo de oportunidade da pessoa física na parte de fiscalização do imóvel, prospecção de locatários, projetos de benfeitorias, manutenção, documentos entre outros custos envolvidos durante o período de investimento no imóvel é muito relevante. Normalmente este investidor trabalha em algum outro ramo e não possui especialização imobiliária, o que torna este custo ainda mais alto e resulta também em uma maior probabilidade de prejuízo ou opções não ótimas para o investimento.

É aí que entra outra vantagem do investimento em fundos imobiliários, que é a gestão profissional. Os fundos imobiliários possuem gestores especializados na atividade de investimento imobiliário. A taxa por estes serviços comparada com sua qualidade é em geral pequena para o investidor, já que é repartida por todos os cotistas do fundo e muitas vezes está inclusa na taxa de administração.

Com este artifício, o custo de oportunidade do investidor de investir em imóveis reduz de maneira expressiva. Fica restrito apenas à escolha do imóvel e também a uma análise do histórico e capacidade dos administradores, gestores e consultores.

Finalmente, temos o benefício que mais atraiu investidores para este mercado, que é o benefício fiscal. Os rendimentos pagos por fundos de investimento imobiliário são totalmente isentos de imposto de renda, desde que o fundo em questão seja negociado em bolsa e o cotista que está recebendo os rendimentos não tenha direito a mais de 10% dos rendimentos pagos pelo fundo.

O principal motivo para a concessão desta isenção é estimular a classe de ativos. O mercado de fundos imobiliários fornece crédito e estímulo para o mercado imobiliário, que por sua vez é um mercado extremamente robusto com muitas camadas de

---

<sup>4</sup> Média dos FIIs exibidos no relatório de análise Guia Mensal da XP Investimentos.

influência, com potencial de gerar um retorno para economia e para o balanço do governo através de outros impostos superior ao que ele deixa de arrecadar com a cobrança do imposto de renda.

Fica claro o motivo deste benefício ter atraído tantos investidores ao mercado, especialmente quando comparamos com a alíquota de imposto de renda que pode chegar a 27,5% no caso de alugueis de imóveis. Esta isenção fez com que os FIIs ficassem atrativos não apenas na comparação de imóveis, mas também acabou atraindo uma quantidade considerável de investidores de renda fixa para aplicar na classe de ativos, como veremos mais à frente.

## 2. Isenção do imposto de renda sobre rendimentos

Como foi mencionado anteriormente, um dos marcos de crescimento do mercado e que teve participação imprescindível em seu crescimento acelerado observado nos últimos anos foi a lei 12.024 de 2009, que garantiu a isenção de imposto de renda para os rendimentos provenientes de fundos imobiliários.

Esta foi a principal causa que resultou na observação de um salto relevante no número de novas emissões neste ano. Enquanto em 2008 foi emitido um volume de R\$ 620 milhões em fundos imobiliários, este número aumentou para R\$ 3,45 bilhões em 2009, o que representa um crescimento de mais que 450%. Este foi um volume recorde não apenas no ano. Em 2009 o mercado lançou mais do que tudo que já havia sido emitido desde a criação dos FIIs, em 1994. Até o final de 2008 haviam sido emitidos pouco menos que R\$ 3 bilhões. Este volume veio através de 16 novos fundos, dos quais 6 foram destinados ao varejo. Um aumento de 24% comparando com a base já existente ao final de 2008, que era de 25 FIIs.

A atratividade do investimento imobiliário com isenção de imposto de renda continuou sendo o principal driver de investimento até 2011. Do final de 2008 até lá o número de fundos disponíveis ao varejo quase triplicou, passando de 25 para 66, enquanto o total de fundos registrados na comissão de valores imobiliários, que inclui os fundos que não são negociados em bolsa, dobrou de 73 para 142.

O crescimento do mercado também resultou em mudanças significativas nos níveis de negociação. Em 2008 o volume total negociado foi de R\$ 144 milhões, número que subiu para R\$ 912 milhões em 2011. Em termos de média diária, este aumento

representa um salto de R\$ 600 mil para R\$ 4 milhões negociados diariamente. Um aumento impressionante, mas nada próximo ao que estava por vir no próximo ano com uma drástica mudança no rumo da política macroeconômica.

### 3. Queda da taxa de juros ao mínimo histórico

No final de 2011, especificamente no dia 31 de agosto, o Banco Central do Brasil deu início a um processo de redução na taxa básica de juros da economia, ciclo este que durou até o início de 2013. O resultado do ciclo completo foi uma redução da taxa dos 12,50% a.a. que se encontrava em 2011 para 7,25% a.a. em setembro de 2012, valor que vigorou até abril de 2013, quando o Banco Central deu início ao ciclo de alta no qual nos encontramos e que será mencionado logo a frente, já que representa outro marco importantíssimo para o comportamento do mercado.

A redução no nível da taxa de juros trouxe reflexos impressionantes para o mercado de fundos imobiliários. Com o juros a níveis historicamente baixos, investidores se viram forçados a buscar outras alternativas de investimento que não a poupança e o tesouro direto, cujas taxas se tornaram muito menos atrativas. Um dos principais alvos destes investidores neste período foi o mercado de fundos imobiliários.

A queda na taxa de juros não trouxe alterações significativas diretas nos valores dos aluguéis praticados em imóveis nem em seus preços, o que fez com que as taxas oferecidas de aluguel e rendimento dos FIIs ficassem muito mais atrativas do que investimentos em renda fixa, apesar de oferecerem também riscos diferentes e muitas vezes relevantes. O período durante o qual o juros foi reduzido para níveis próximos aos que eram emitidos os fundos imobiliários coincide com o momento em que o mercado cresceu de forma relevante, tanto em valor quanto em volume.

Aproveitando-se da maior atratividade dos fundos imobiliários o mercado e seus estruturadores aproveitaram para lançar inúmeros fundos, muitas vezes inclusive mascarando o real potencial de retorno dos imóveis através de um artifício conhecido como renda mínima garantida.

Este artifício consistia basicamente em uma oferta de remuneração mensal durante um período de maturação do imóvel. O objetivo era de que o imóvel, uma vez terminado este período de maturação, não precisaria mais da garantia de remuneração oferecida pelo vendedor para que remunerasse o cotista na taxa oferecida. Um exemplo

foram imóveis corporativos em desenvolvimento, que eram lançados ao mercado com taxas de renda mínima garantida pelo vendedor de 9% a.a. isento de imposto de renda com uma taxa Selic em vigor bastante abaixo disso.

Olhando apenas para as taxas, muitos investidores adquiriam cotas sem maiores preocupações com relação ao imóvel ou a sua real capacidade de geração de receita. A absorção do mercado era relevante e atuação das forças de venda também se aproveitaram do momento.

Com a soma destes fatores, o boom sofrido pelo mercado de fundos imobiliários foi notável. As emissões saltaram de R\$ 7,6 bilhões em 2011 para R\$ 14 bilhões em 2012. O volume negociado saltou de R\$ 912 milhões para R\$ 3,6 bilhões entre 2011 e 2012. Ou seja, quase quadruplicou em apenas um ano. Este ano acabou se tornando o ano com o maior número de lançamentos de FIIs para o varejo até hoje. Foram um total de 27 fundos imobiliários lançados, uma média de 2,25 por mês<sup>5</sup>.

Entre todos os fundos imobiliários lançados neste período, o maior destaque foi o fundo Banco do Brasil Progressivo II, sob o ticker de BBPO11. Sua oferta inicial de cotas representou um salto no número de investidores do mercado de FIIs de 59.000 para mais de 100.000. Um aumento de quase 70% no número de CPFs em uma única oferta. O BB Progressivo II teve a aderência de mais de 48.789 investidores, sendo 47.693 ou 97,7% destes pessoas físicas<sup>6</sup>.

A altíssima aderência e aceitação do produto deixou bem clara a baixa preocupação com os imóveis envolvidos nas operações de lançamentos de fundo imobiliário. O prospecto, estudo de viabilidade, regulamento e laudos de avaliação sobre os 64 imóveis do fundo, entre eles o emblemático Edifício Sede III, localizado em Brasília, eram extremamente escassos, insuficientes para que qualquer investidor fizesse uma avaliação sobre os imóveis que estavam sendo adquiridos. A preocupação na ocasião era muito mais com a estrutura de contrato, que não permitia rompimento por nenhuma das partes, e o inquilino, que era o Banco do Brasil.

---

<sup>5</sup> Dados da ANBIMA e CVM.

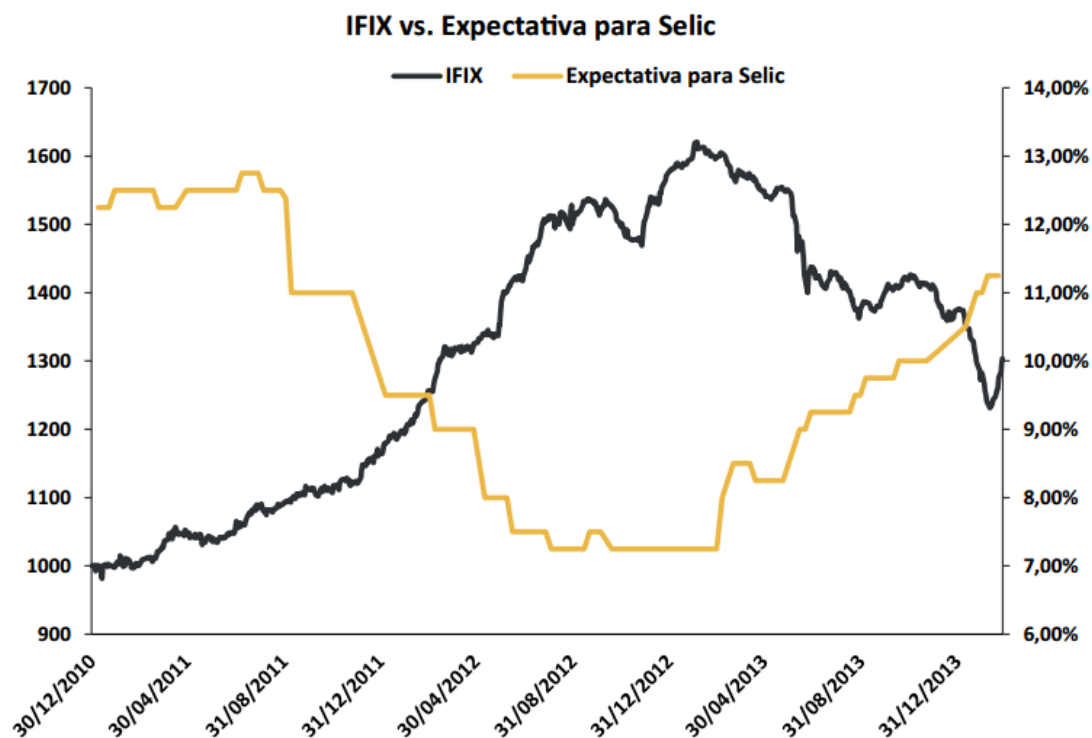
<sup>6</sup> Anuncio de encerramento do Banco do Brasil Progressivo II:  
<http://www.bmfbovespa.com.br/sig/FormConsultaPdfDocumentoFundos.asp?strSigla=BBPO&strData=2013-04-12T19:39:23.220>

Sendo assim, o veículo que teoricamente deveria funcionar como um mecanismo para melhorar a eficiência dos investimentos em imóvel, se mostrou um excelente mecanismo de desmobilização de instituições através do que era visto pelos investidores como um fluxo de caixa de recebíveis isento de imposto de renda proveniente de uma instituição com baixíssimo risco de crédito, o Banco do Brasil. De forma resumida, FIIs estavam sendo vistos como recebíveis negociados em bolsa.

A avaliação majoritariamente por rendimento e risco de crédito, ignorando em parte as características do ativo, dos imóveis, tornaram-se praxe no mercado, com decisões sendo feitas majoritariamente por nível de yield. Isto mudou em abril de 2013, quando ocorreu a reversão do movimento que trouxe as taxas de juros básicas da economia aos seus mínimos históricos.

#### 4. Alta dos juros e retração do mercado

Do início da redução das taxas básicas de juro da economia até o fim deste ciclo o mercado viveu momentos de euforia, alta de preços e rentabilidade dos investimentos proporcionados por um total descaso com relação aos ativos por trás do fundo e a simples comparação da remuneração dos FIIs com a taxa básica da economia. Entre o início do ciclo de baixa e o seu fim, o índice do mercado, IFIX, teve alta de mais de 40%, resultando em uma alta anualizada que superou os 22%.



Fonte: Bloomberg

Em abril de 2013, o Banco Central se viu obrigado a reverter o processo e iniciar uma trajetória ascendente nas taxas de juros, em função de uma inflação que mostrava cada vez mais força e já começava a apresentar riscos de sair da meta proposta pelo Sistema de Metas para a Inflação. Com a reversão do movimento, exatamente a mesma reversão ocorreu no mercado de FIIs. Do auge da euforia até hoje a queda no valor do índice foi de 16,87%, ou 14,27% anualizado.

A queda só não é maior pois o mercado nutre uma forte expectativa de fim de ciclo de alta nos juros. Infelizmente os efeitos do crescimento acelerado no número de fundos e investidores do mercado acabou resultando não apenas em alguns fundos imobiliários com ativos de má qualidade ou mal precificados, mas também em investidores de menor nível técnico que deram força à esta relação. Hoje, apesar de mais fraca do que em meados de 2013, ainda se mostra muito forte.

Importante lembrar que o mercado popularizado ainda é muito incipiente, está para completar dois anos, o que é um prazo expressivamente pequeno para se notar de forma clara os efeitos do investimento imobiliário. Apenas o tempo e a eventual demonstração de criação de valor dos ativos de qualidade poderá trazer amadurecimento ao mercado e uma redução na relação preço contra Selic.

De qualquer modo, alguns acontecimentos recentes começam a mostrar aos investidores que a renda é apenas uma consequência do ativo, não o fator determinante no investimento. O principal evento foi o início do término dos períodos dos FIIs que faziam uso de renda mínima garantida, que como mencionamos foram extremamente populares durante o período de redução na taxa de juros.

Coincidindo com uma desaceleração do mercado imobiliário a grande maioria acabou não tendo a capacidade de fazer jus aos valores pagos pelos vendedores durante o período de vigência do artifício. Reflexo de uma incapacidade de fazer chegar aos valores projetados inicialmente com base exclusivamente em seus resultados operacionais.

O impacto sobre os preços foi uma consequência óbvia. Muitos destes ativos tiveram desvalorizações consideráveis em suas cotas, em alguns casos como o FII Floripa Shopping (FLRP11B) chegando a mais de 50%.



<b>FII</b>	<b>Rendimento com RMG</b>	<b>Primeiro rendimento sem RMG</b>
<b>Rio Negro</b>	R\$ 0,833 por cota	R\$ 0,70 por cota
<b>West Plaza</b>	R\$ 0,833 por cota	R\$ 0,36 por cota
<b>Floripa Shopping</b>	R\$ 8,8 por cota	R\$ 2,02 por cota
<b>Cidade Jardim Continental Tower</b>	R\$ 0,86 por cota	R\$ 0,29 por cota
<b>Edifício Galeria</b>	R\$ 0,75 por cota	R\$ 0,65 por cota

Fonte: Bloomberg

Atualmente o mercado de fundos de investimento imobiliário vive um momento de indefinição. O ciclo de alta de juros acabou afastando muitos investidores que fez com que o número de investidores saísse do seu auge de 104.079, justamente no início do ciclo de baixa, em junho de 2013, para os atuais 95.973<sup>7</sup>.

Os efeitos desta saída porém foram atenuados. A principal causa é que com a partir do momento em que o mercado induz uma redução relevante no valor da cota para obter um yield médio maior para acompanhar a alta na taxa Selic, o reflexo é uma desvalorização do ativo. Como no mercado imobiliário real não foram observadas desvalorizações de modo geral apesar de uma desaceleração no crescimento, os preços dos ativos começaram a chamar bastante atenção de investidores com experiência imobiliária.

Isto resulta no cenário observado nos últimos meses, que concilia uma queda no número de CPFs, conforme descrito anteriormente, com um aumento gradual no valor de mercado dos fundos imobiliários, que já vem de quatro meses seguidos em alta.

Este processo, é claro, sofre bastante influencia de uma mudança nas expectativas de condução de política monetária durante o primeiro trimestre, que foi quando o consenso de mercado começou a caminhar na direção de uma interrupção do ciclo de alta<sup>8</sup>. Isto foi imediatamente precificado no mercado de fundos imobiliários.

De forma resumida, esta é a situação atual do mercado de FIIs. Queda gradual no número de investidores, desempenho positivo com aumento do valor de mercado e um cenário de política macroeconômica que começa a ficar mais claro. As implicações que esta conjunção deve gerar para o futuro serão discutidas com mais detalhes na sessão de conclusões.

<sup>7</sup> Boletim Mensal de Fundos Imobiliários BM&Fbovespa, Abril/14.

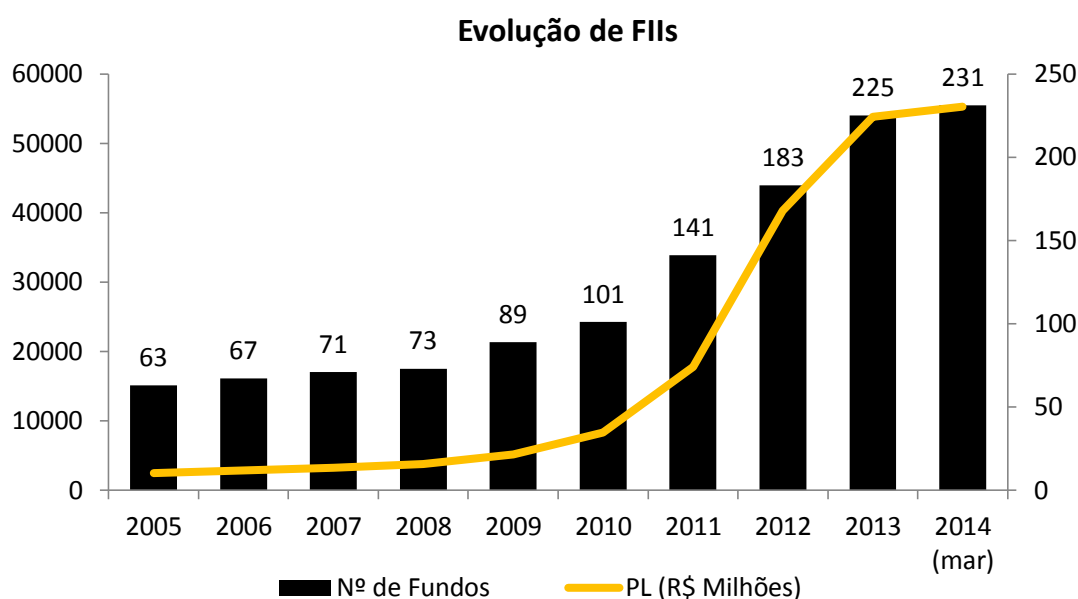
<sup>8</sup> Relatório Focus do Banco Central

## Capítulo III:

### Os números do mercado

#### 1. A evolução do patrimônio

O primeiro fundo de investimento imobiliário voltado para o investidor pessoa física e negociado em bolsa foi o FII Pátio Higienópolis, em 1999<sup>9</sup>, que é detentor do Shopping homônimo localizado no bairro Higienópolis. Desde então, de forma bastante gradual, o investimento ganhou cada vez maior participação no cenário financeiro nacional.



Fonte: Anbima

A partir de novembro de 2005, com a lei nº 11.196, que concedia isenção de imposto de renda a FIIs é que a classe de ativos passou a chamar mais atenção do mercado. O estímulo foi o suficiente para proporcionar um crescimento considerável nos anos seguintes. Até 2008, o patrimônio aumentou mais que 50%, passando de R\$ 2,45 bilhões para R\$ 3,78 bilhões, apesar de um crescimento bem mais tímido no número de ativos em si, apenas 10, chegando em 73 fundos registrados na CVM.

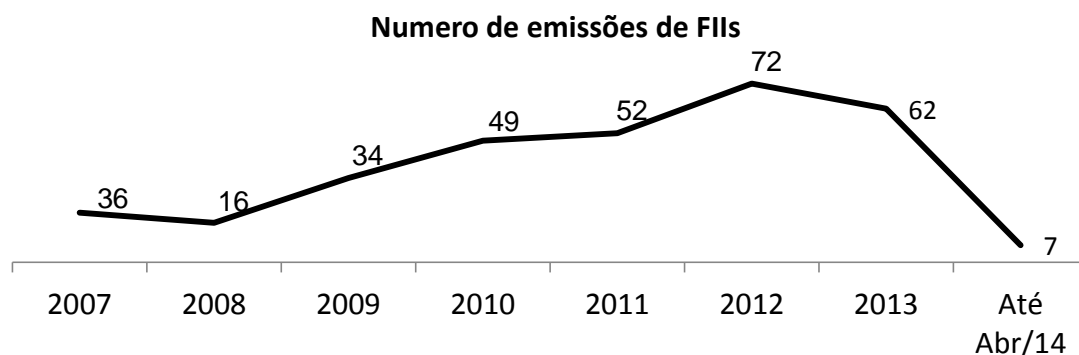
No início de 2009, uma grande queda na taxa de juros fez com que o ritmo de emissões e distribuições acelerasse, resultando em um acréscimo considerável no

<sup>9</sup> Guia do Investidor 2012 - uqbar

patrimônio e número de FIIs disponíveis no mercado. Na ocasião o juros despencou de 13,75% a.a. para 8,75% a.a. em apenas seis meses, entre janeiro e julho.

Foi um ano onde foram criados 16 novos fundos, mais do que a soma de todos os anos anteriores desde 200, o que também se refletiu no patrimônio do mercado de forma contundente. O aumento entre 2008 e 2009 foi de 34%, fazendo com que o mercado saltasse de um patrimônio de R\$ 3,78 bilhões para R\$ 5,15 bilhões.

Nos anos seguintes o crescimento se propagou, com 2010 e 2011 se mostrando relevantes em lançamentos e emissões, apesar de fazerem parte de um período marcado por um ciclo de correção para cima na taxa Selic que durou até metade de 2011.



Fonte: Anbima

O grande ápice do mercado, porém, veio em 2012. Dando continuidade ao processo iniciado ao final de 2011, o ano foi onde atingiu-se o atual mínimo histórico no nível de taxa de juros, chegando em 7,25%. Como o mercado já estava bastante aquecido com um forte nível de emissões de novos ativos e a classe se tornando cada vez mais conhecida e popular, o mercado aproveitou-se prontamente disto e cresceu em uma velocidade impressionante.

No período foram 72 emissões, uma impressionante média de seis por mês, que resultaram em 42 novos fundos no mercado e um aumento no patrimônio total de 127%, saltando de R\$ 17,75 bilhões para R\$ 40,25 bilhões.

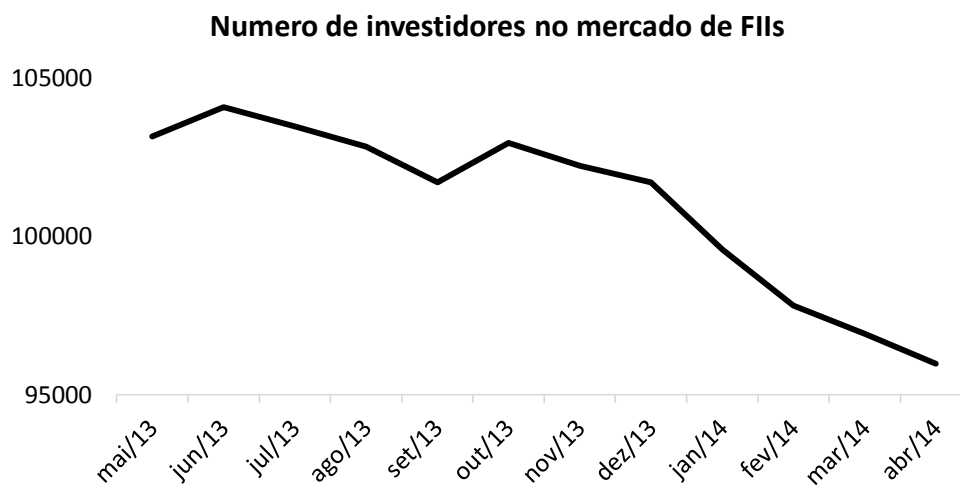
Isto se refletiu também de forma considerável no número de investidores do mercado. Com a taxa de juros no mínimo histórico, afetando inclusive a remuneração da poupança, muitos investidores se viram obrigados a procurar outras alternativas de investimento. Os FIIs, que além do benefício fiscal tinham remuneração consideravelmente superior ao que a maioria dos títulos de renda fixa ofereciam, além

de possuir características bastantes semelhantes a estes ativos através do pagamento de rendimentos recorrentes, acabou sendo um dos principais destinos destes investidores.

O aumento realmente foi notável. O ano iniciou com aproximadamente 35 mil investidores e ao final já tinha aproximadamente 95 mil investidores, um aumento de 171%, chegando a superar os 100 mil no final de 2013.

Este último número, inclusive, nos mostra uma clara desaceleração no crescimento. Com a retomada da trajetória de alta nas taxas de juros, iniciada em abril de 2013, os ativos de renda fixa voltaram a ficar atrativos e os FIIs já não tinham um destaque tão significativo. Isto ocasionou um processo de reversão na trajetória do número de investidores que ainda está em andamento.

O mercado, que iniciou 2014 com 101.710 CPFs estava em abril já com 95.973, uma queda de 5,6% em quatro meses.



Fonte: BM&FBovespa

## 2. Volume de negociação

De forma geral, o volume médio negociado no mercado de fundos imobiliários reflete bem quão pequeno ele é quando comparado com o mercado de ações. Nos últimos anos o mercado tem oscilado em medianas de volume entre R\$ 10 milhões e R\$ 20 milhões por dia<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> De acordo com dados da Bloomberg

Para ter uma visão mais clara do quão pouco este valor representa, é interessante fazer algumas comparações com empresas. Existem inúmeras empresas listadas em bolsa que sozinhas tem um maior volume de negócios do que todo o mercado de fundos imobiliários somado. As empresas abaixo são apenas alguns exemplos.

<b>Empresa</b>	<b>Média Diária</b>
Embraer	R\$ 37 milhões
WEG	R\$ 21 milhões
CCR	R\$ 75 milhões
ALL	R\$ 31 milhões
Estácio	R\$ 78 milhões
Braskem	R\$ 34 milhões
Sabesp	R\$ 45 milhões
BR Malls	R\$ 56 milhões

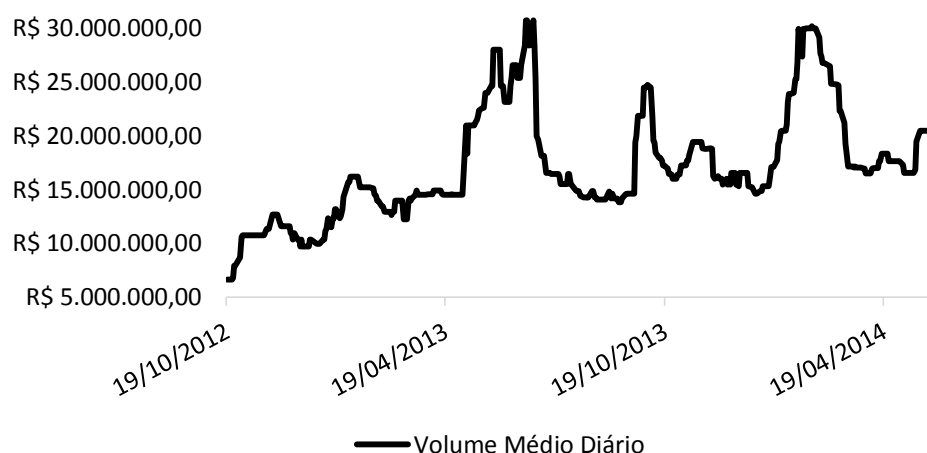
Fonte: Bloomberg

Isto mostra que o mercado de fundos imobiliários ainda tem muito o que crescer para se tornar relevante no mercado financeiro. Veremos logo adiante que isto vem acontecendo, apesar de que em um ritmo ainda reduzido.

É notável que ao longo dos últimos anos o mercado apresentou uma trajetória ascendente no volume negociado diariamente, inclusive durante o ano de 2014, onde tem sido observada uma redução gradual no número de investidores. Além disso, também pode-se observar que os eventos mencionados ao longo deste estudo e que representaram os períodos de maior volatilidade para o índice, tiveram uma influência direta na quantidade e no volume de transações efetuadas no mercado de fundos imobiliários.

Como mostra o gráfico abaixo, os dois picos onde o mercado superou uma mediana de R\$ 25 milhões no dia coincidem com os dois períodos de maior volatilidade do índice do mercado, o IFIX, desde sua criação.

### Mediana do volume negociado diário do mercado de FIIs



Fonte: Bloomberg

O primeiro pico ocorre no mês de junho, quando o índice teve uma desvalorização de 7,20%. Como já mencionamos anteriormente, a desvalorização e o a fuga de investidores decorrente dela foram consequência de um aumento da taxa básica de juros da economia bastante acima do que era esperado, que foi o primeiro indício do longo ciclo de alta que estava por vir.

Posteriormente, em janeiro do ano seguinte, um novo período de alta liquidez é observado. O período foi composto por uma queda, quase tão elevada quanto a de junho de 2013, seguida por uma expressiva recuperação durante o mês de fevereiro.

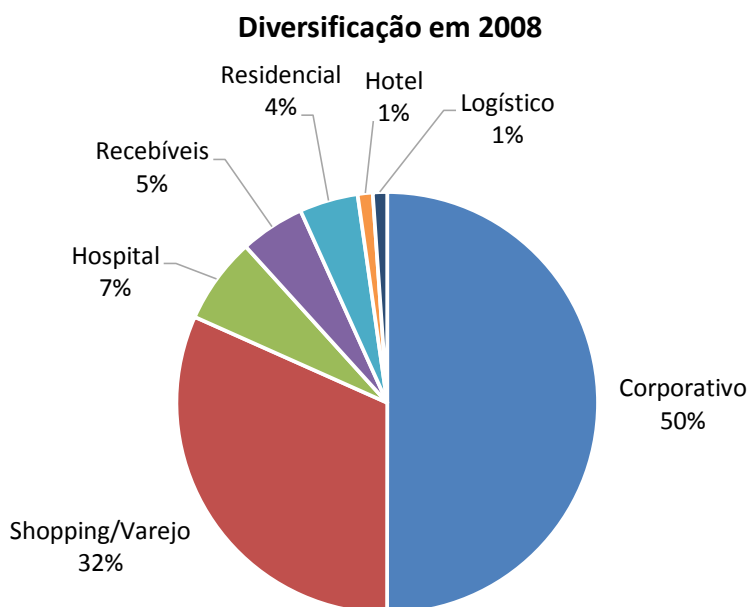
A queda não teve um trigger tão claro mas foi um movimento ainda mais relevante que o observado em 2013, totalizando uma desvalorização de 10,53%. A diferença é que o processo imediatamente se reverteu, apresentando em fevereiro o maior número de altas consecutivas desde a criação do índice. Entre os dias 11 de fevereiro e 5 de março foram um total de 15 pregões de alta seguidos que foram responsáveis por uma recuperação de 8,77%.

### 3. Setores de atuação

A legislação atualmente vigente permite que FIIs invistam em qualquer ativo que possa ser enquadrado como um imóvel, além de possibilitar também o investimento em recebíveis derivados de algum imóvel ou até mesmo em cotas de outros fundos, o que resultou em um mercado com uma série de opções diferentes de investimento.

Separamos três períodos diferentes do mercado para analisar, cada um relacionado a um momento específico de seu crescimento. Primeiro desde a criação do primeiro fundo negociado ao varejo até 2008, quando o mercado ainda apresentava um crescimento lento e gradual, depois o período entre 2009 e 2011, primeira mudança mais clara na inclinação do crescimento e enfim o período de 2011 até 2014, anos onde o mercado cresceu de forma vertiginosa.

Em 2008 o mercado possuía uma exposição nitidamente concentrada no setor de lajes corporativas, shoppings e imóveis de varejo, que respondiam por aproximadamente 82% do patrimônio do mercado.

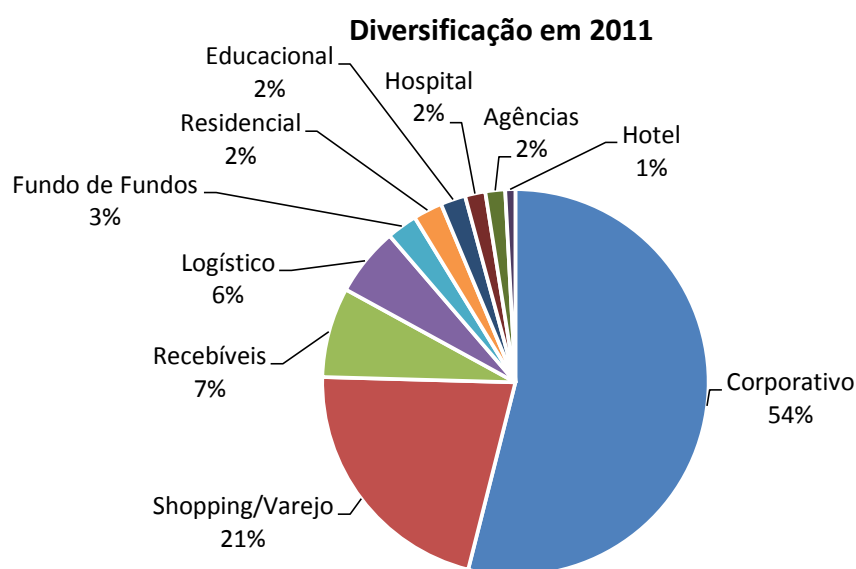


Fonte: Guia Mensal e Relatório Semanal XP Investimentos e Bloomberg

No próximo período, em 2011, algumas mudanças importantes ocorreram em meio ao alto volume de novos lançamentos de FIIs. A mais importante delas é a criação de novas classes de ativos. Entre 2008 e 2011 três novos setores surgiram, o educacional, o de investimento em agências bancárias e os fundos de fundos. Este

último, muito impulsionado pela lei 12.024 de 2009, que garantiu isenção de IR para FIIs que investem em outros FIIs.

A lei de 12.024 não isentou de imposto de renda FIIs na carteira de outros FIIs, como isentou deste imposto outros derivativos imobiliários, como Letras de Crédito Imobiliário, Certificados de Recebíveis Imobiliários e Letras Hipotecárias. Isto explica também o crescimento da categoria recebíveis, que investe nestes títulos de dívida, nos anos seguintes.

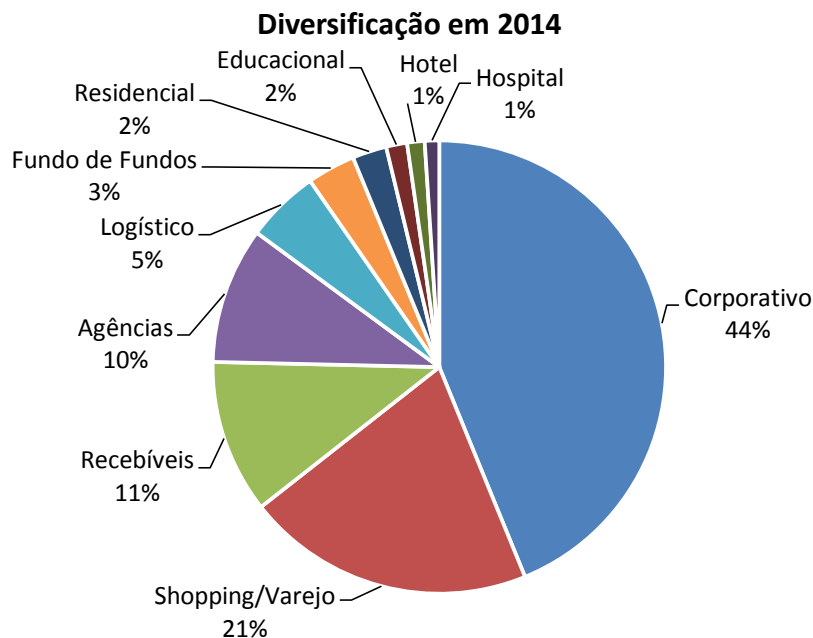


Fonte: Guia Mensal e Relatório Semanal XP Investimentos e Bloomberg

Outro dado que chama a atenção é a grande perda de participação que a categoria imóveis de varejo e shopping centers teve no período, caindo de 32% para 21%, além também do aumento que a categoria de lajes corporativas teve, de 50% para 54%, consolidando de forma ainda mais expressiva sua importância para o mercado de FIIs.

No período seguinte, de 2012 a 2014, novas mudanças na estrutura e uma classe de ativos passa a ganhar muita importância: os FIIs que investem em agências bancárias. Impulsionadas especialmente pelo Banco do Brasil Progressivo II, que possui 64 agências do Banco do Brasil além de uma sede administrativa, o mercado lançou FIIs que investem em agências dos bancos Santander, Caixa e Banrisul. Isto fez com que a classe saísse em 2011 de tímidos 1,7% de participação para 9,7%, tornando-se uma das categorias mais representativas do mercado.

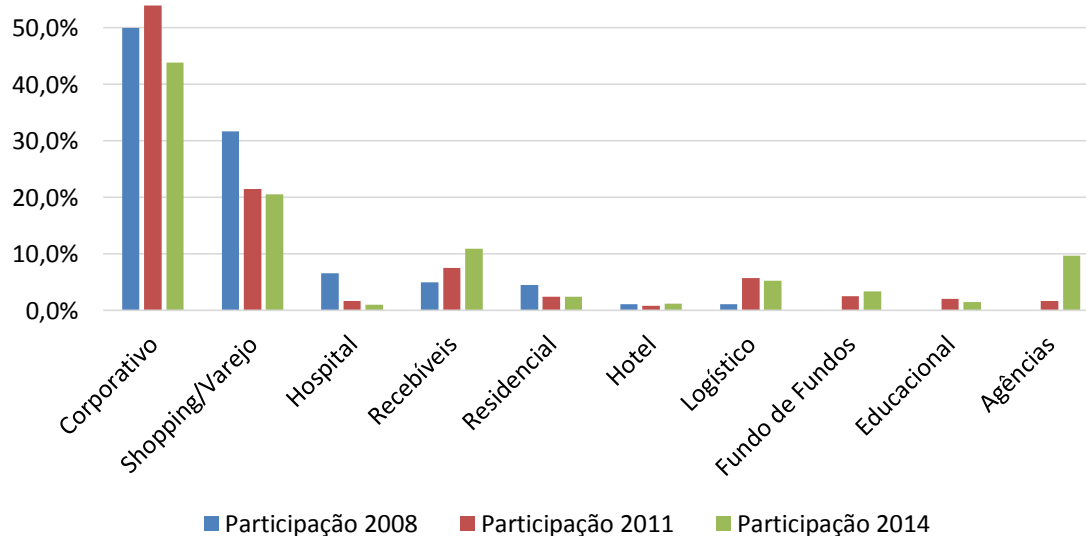




Fonte: Guia Mensal e Relatório Semanal XP Investimentos e Bloomberg

Outra mudança notável foi uma perda relevante de participação dos fundos que investem em lajes corporativas, revertendo o processo ocorrido no triênio anterior. Com isto os FIIs corporativos passam a representar menos da metade do mercado, chegando aos 43,8%.

### Exposição por Setor



Fonte: Guia Mensal e Relatório Semanal XP Investimentos e Bloomberg

É interessante notar que ao longo dos períodos observados o mercado conseguiu aumentar seu caráter de diversificação. Se considerarmos a participação de FIIs de setores menos relevantes, ou seja, desconsiderando lajes corporativas, shoppings e

imóveis de varejo, é possível perceber um aumento gradual em sua importância. Ao final de 2008 a soma destes ativos era de 18,3%, passando para 24,6% ao final de 2011 e finalmente chegando em 35,6% ao final de 2014.

#### 4. Principais gestores e administradores

Como mencionamos anteriormente, todo fundo precisa de um administrador, para ser o responsável judicialmente pelo fundo e de um gestor, que é quem toma as decisões de investimento do produto. Muitas vezes o próprio administrador também atua como gestor, o que faz com que os maiores *players* do mercado muitas vezes sejam os mesmos seja qual for a ótica utilizada.

<b>Administrador</b>	<b>Valor de Mercado (R\$ milhões)</b>
BTG Pactual	4831,16
Credit Suisse Hedging-Griffo	2907,34
Rio Bravo Investimentos	2506,96
Votorantim Asset Management	2186,13
Banco Ourinvest	2239,81
Citibank	1625,30
Brazilian Mortgages	1104,72
Caixa Economica Federal	901,17
Intrag	691,95
Banco J Safra	666,54

Fonte: Bloomberg

<b>Gestor</b>	<b>Valor de Mercado (R\$ milhões)</b>
BTG Pactual	4736,21
Credit Suisse Hedging-Griffo	2907,34
Rio Bravo Investimentos	2757,28
Banco Ourinvest	2167,75
Votorantim Asset Management	2055,58
Brazilian Mortgages	1035,47
Kinea Investimentos	938,56
RB Capital	701,22
XP Gestao de Recursos	681,12
Banco J Safra	585,17

Fonte: Bloomberg

Isto fica evidente ao observar os primeiros cinco maiores, que se repetem em ambos os casos. O caso do CSHG é ainda mais interessante. O banco não administra nenhum fundo do qual não seja gestor assim como não é gestor de absolutamente nenhum fundo o qual não administre.

## Capítulo IV:

### Produtos financeiros de investimento imobiliário no exterior

#### 1. Reits Americanos

Os Real Estate Investment Trusts, ou REITs, surgiram nos Estados Unidos no ano 1960 criados pelo então presidente Dwight Eisenhower. Por serem os precursores do mercado possuem muitas características em comum com todos os outros instrumentos financeiros de investimento em imóveis equivalentes, incluindo os FIIs brasileiros.

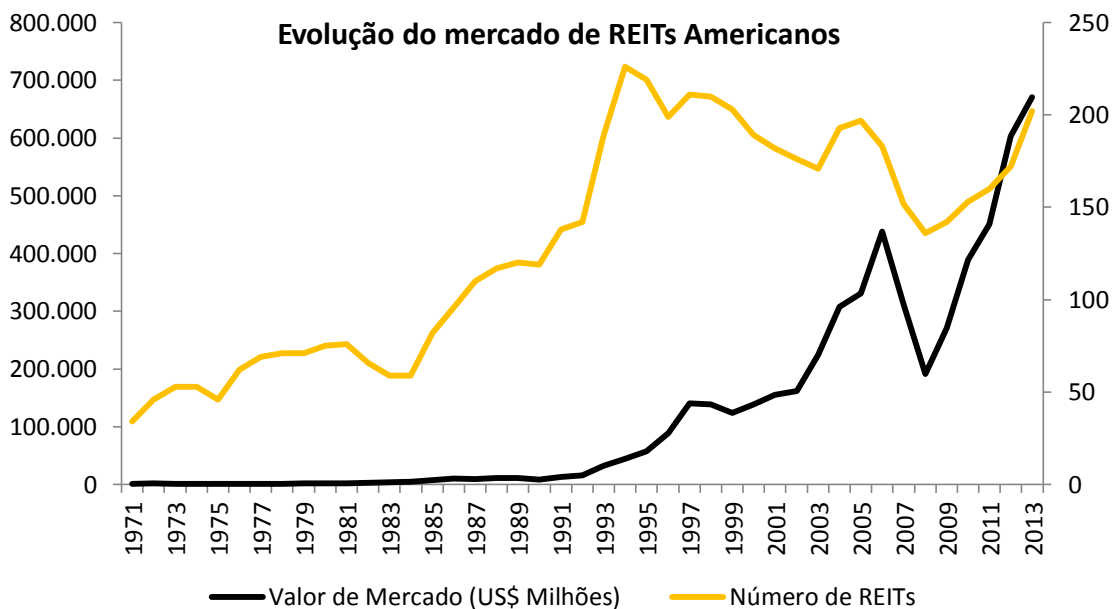
Inicialmente temos uma característica presente em todas as estruturas analisadas neste estudo, que é a de distribuir a maior parte de seu lucro líquido para seus cotistas. No caso dos EUA, seus REITs são obrigados a distribuir anualmente 90% deste lucro. Além disso, todo lucro líquido distribuído pelos REITs é deduzido do lucro que poderia sofrer incidência de imposto, de modo que os dividendos chegam no cotista sem influência direta de impostos no nível corporativo.

Diferente do que ocorre aqui no Brasil, o mercado americano não tem estímulos fiscais diretos para o cotista. Uma vez recebidos os rendimentos, o cotista tem de arcar com o imposto de renda.

Outra característica em comum na legislação é evidente, e diz respeito a necessidade de exposição ao setor imobiliário. Todo REIT americano tem de ter pelo menos 75% de seu patrimônio investido em Real Estate, títulos do governo, ou caixa. A necessidade de exposição ao setor se torna primordial com outro requerimento, que é de ter 95% de sua receita bruta advinda diretamente de ativos do setor, através de aluguel ou venda de propriedades assim como títulos de dívida imobiliária.

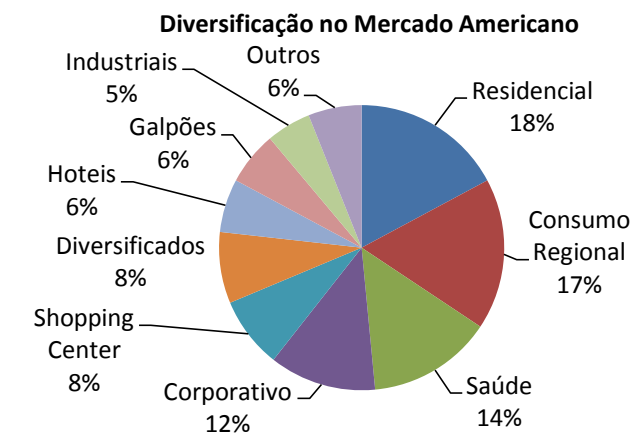
Também em comum existe a necessidade de diversificação do portfólio de investidores. REITs precisam de no mínimo 100 cotistas e os cinco maiores somados não podem ter mais de 50% de participação no número de cotas. REITs também precisam ser totalmente negociáveis em bolsa.

Sua trajetória iniciou-se em 1965, quando começaram a ser negociados em bolsa na New York Stock Exchange (NYSE). Seu grande boom foi a partir do ano de 1969, quando passaram de U\$ 1 bilhão para U\$ 21 bilhões em apenas 5 anos. Ao final de 2013 o valor de mercado da indústria já estava em U\$ 670 bilhões de dólares distribuídos em 202 REITs diferentes<sup>11</sup>.



Fonte: NYSE

A diversificação dos REITs americanos é bastante diferente dos FIIs nacionais. Enquanto no Brasil mais de 50% está em ativos corporativos, nos EUA apenas 12% está nesta classe de ativos. Existe uma distribuição equilibrada, com maiores concentrações em apartamentos e shoppings regionais.



Fonte: NAREIT

<sup>11</sup> Reits.com

Por serem os precursores do mercado, os REITs americanos deram origem a grande maioria das estruturas atualmente existentes e foram inspiração para modelos semelhantes ao redor do mundo. Até hoje, possui um nível de maturidade e governança de destaque ainda inalcançado.

A Jones Lang Lasalle, uma empresa global de serviços voltados para o mercado imobiliário, possui um ranking de transparência para veículos financeiros de investimento imobiliário que é baseada tanto em métodos quantitativos quanto através de pesquisas entre os membros das diversas unidades que a empresa tem espalhadas pelo mundo.

O método leva em consideração 83 fatores diferentes, que posteriormente são combinados em cinco grupos: performance do investimento, fundamentos do mercado, marcos legais e regulatórios, características dos veículos listados e processos de transação. O Estados Unidos atualmente lidera o ranking, com a Austrália em terceiro lugar, Cingapura em 13º, o Brasil em 27º e o México em 43º.

## 2. A-Reits Australianos

Os primeiros instrumentos financeiros de investimento imobiliário australianos surgiram em 1971 e eram chamados de Listed Property Trust (LPTs). Passaram a se chamar Real Estate Investment Trusts a partir de março de 2008, adotando a nomenclatura americana que é hoje a mais utilizada internacionalmente.

A Austrália é um dos países onde não existe uma legislação específica para os REITs, eles são simplesmente *trusts* (equivalente a fundos) que podem ou não serem listados em plataformas de negociação. Sendo assim, estas estruturas seguem a legislação vigente para esta classe de ativos, que é bastante abrangente devido à variedade de *trusts* que existem.

De modo geral, esta legislação define que o administrador deve agir defendendo os melhores interesses dos cotistas, de forma honesta e deve exercer a mesma prudência e diligência que uma pessoa comum faria gerenciando o próprio negócio.

Um *trust* não é um representante ou uma entidade legal, como pessoas jurídicas no Brasil, mas sim uma série de obrigações assumidas pelo administrador com relação a

propriedade alvo para o benefício dos cotistas. Essas obrigações são detalhadas no *trust deed*, um documento que é elaborado individualmente para cada *trust* e pode ser bastante flexível. É o equivalente de regulamentos e prospectos existentes no mercado brasileiro.

Quando estes veículos de investimentos são oferecidos para investidores do varejo, uma nova regulamentação passa a influenciar as relações entre administradores e cotistas, a Corporations Act, de 2001. A partir do momento que um REIT é regulado sob esta legislação, ele passa a ser conhecido como um *managed investment scheme*. Para isso é necessário que atenda algumas exigências, mas em especial elaborar uma constituição que vá de acordo com as premissas do Corporations Act.

Ainda assim, existem algumas semelhanças com outros países que possuem legislação específica para o veículo. Entre elas está a possibilidade de não sofrerem taxaço em suas receitas por parte do governo, o que é conhecido como uma entidade “flow through”.

Isto não significa que existe isenção de imposto, já que os cotistas tem de pagar uma vez que recebem os dividendos, mas garante margens operacionais melhores para os REITs e garante também que os recursos que são recebidos pelos cotistas não nem interferencia direta de impostos dentro da estrutura dos fundos.

Os requisitos para que isto aconteça são bastante semelhantes com o que os cenários brasileiro e americano apresentam. No caso da Austrália é necessário que o REIT distribua 100% de seu lucro líquido anualmente. Qualquer renda que não seja distribuída por um REIT australiano é taxada em 46,5%.

Existem também exigências que dizem respeito a concentração de investidores nos fundos. A legislação diz que 20 pessoas ou menos não podem controlar mais que 75% do patrimônio assim como é necessário que existam no mínimo 50 investidores como cotistas do fundo.

As condições descritas acima são as vigentes para REITs listados e disponíveis ao público, que é o foco deste estudo. A legislação atualmente vigente na Austrália é extremamente complexa e as exigências variam dependendo da forma de distribuição do *trust* em questão.

Atualmente, porém, o mercado australiano está passando por uma fase de reformas em suas leis tributárias. A nova legislação deve ser concluída no segundo semestre de 2014, portanto não sendo possível saber no momento quais serão suas implicações para o mercado.

O mercado Australiano de REITs esta entre os mais consolidados do mundo. Como vimos anteriormente, no ranking de transparência e governança da Jones Lang LaSalle ele fica atrás apenas dos EUA e do Reino Unido, o que evidentemente tem uma relação próxima com seu tamanho e desenvolvimento.

Hoje mais de 70% das propriedades imobiliárias com grau de investimento australianas são de propriedade de algum REIT. Isto resultou em uma dificuldade considerável para que estes veículos adquirissem novos empreendimentos o que os obrigou a obter participações em empreendimentos de outros países, um precedente bastante interessante.

No início de 2013 existiam 46 REITs listados na bolsa de valores australiana, a ASX, que somavam uma capitalização de mercado total que superava os AUD 90 bilhões.

### 3. Fibras Mexicanos

Os veículos financeiros de investimento em imóveis mexicanos são conhecidos como FIBRAs (Fideicomiso de Inversión y Bienes Raíces). É um mercado muito menos desenvolvido do que os mencionados anteriormente, mais incipiente ainda do que o Brasileiro.

A legislação que os regula é dada pelos artigos 223 e 224 da *Ley Federal del Impuesto Sobre la Renta*, instaurados em 2004. Apesar disto, o primeiro FIBRA veio a ser lançado apenas anos depois, em 2011, com o oferta inicial de cotas do FIBRA UNO.

Os objetivos para a criação dos FIBRAs são os mesmos do que observamos em todos os outros mercados. Estimular a industria imobiliária assim como oferecer acesso ao investimento em empreendimentos de maior porte para investidores menores. Em função disto, a estrutura que o mercado Mexicano possui é muito semelhante às que foram apresentadas anteriormente.

Inicialmente vamos destacar a obrigatoriedade dos FIBRAs mexicanos em distribuir parte considerável de seu lucro líquido para seus cotistas pelo menos uma vez ao ano, até o dia 15 de março. Estes rendimentos não podem ser inferiores a 95% do resultado apurado no período em questão.

Neste caso novamente não há isenção de imposto de renda sobre os rendimentos distribuídos pelos FIBRAs. A cobrança é feita na fonte e os investidores podem deduzir o valor de sua declaração anual. Existe, porém, isenção no ganho de capital auferido na venda das cotas para o investidor residente desde que esta venda seja realizada na bolsa de valores mexicana.

No que diz respeito ao patrimônio dos FIBRAs, também existem exigências claras para garantir que o foco do veículo seja o investimento imobiliário. Falando em números, mais de 70% do patrimônio dos FIBRAs tem de estar expostos em ativos imobiliários ou direitos derivados dos mesmos, como recebíveis, por exemplo.

O México, porém, possui algumas obrigatoriedades e restrições exclusivas ao seu mercado. A principal delas é que nenhum ativo detido pelo fundo pode ser vendido em um período inferior a quatro anos contados desde a data de sua compra ou desde a data da conclusão de seu desenvolvimento.

O país também possui cláusulas de diversificação dos investidores por FIBRA, mas de uma forma bem menos restritiva. São necessários como cotistas um mínimo de 10 agentes que não sejam relacionados às partes envolvidas na administração e gestão e nenhum destes 10 agentes pode ter uma participação superior a 20% do patrimônio do fundo.

Apesar da legislação, objetivo e fases semelhantes, o mercado mexicano e o mercado brasileiro de investimento financeiro imobiliário tem uma divergência muito significativa, que é a maneira como é realizada a distribuição de investidores e do patrimônio envolvido nos fundos existentes no mercado.

O mercado brasileiro possui atualmente cerca de R\$ 27,7 bilhões de valor de mercado divididos entre 119 FIIs registrados na BM&Fbovespa. Fazendo uma conta simples isto resulta em uma média de aproximadamente R\$ 232 milhões por FII.



O valor de mercado do México é muito semelhante, de MXN 161,8 bilhões, ou R\$ 27,5 bilhões. A grande diferença está no número de ativos. O México possui apenas 7 FIBRAs negociados, resultando em uma média de R\$ 3,93 bilhões por ativo.

<b>Fibra</b>	<b>Valor de Mercado (MXN Milhões)</b>
Grupo Danhos	39.930
Macquaire	14.973
Fibra Hotel	10.986
Fibra Inn	4.327
Fibra Shop	6.063
Fibra Uno	75.642
Terra	9.963

### Conclusões:

Como podemos observar ao longo deste estudo o mercado brasileiro de fundos imobiliários ainda é extremamente incipiente. Apesar de já estar regulamentado desde 1994, podemos dizer que seu crescimento passou a tomar proporções relevantes apenas a partir de 2009

O principal motivo disto está por trás de dois fatores. O primeiro é que o investidor brasileiro em geral ainda está longe de estar habituado ao investimento em ativos financeiros. Mesmo apesar das inúmeras vantagens que o instrumento representa, existe resistência e ainda há uma maior confiança ao se investir em imóveis de forma direta.

O segundo fator está relacionado ao cenário macroeconômico existente durante muitos anos no país. No período mencionado o investidor brasileiro conviveu com taxas básicas de juros em patamares difíceis de serem encontrados em outros países, característica que hoje ainda é presente pelo fato de convivermos com um nível de taxas de juros real ainda bastante elevado.

A principal consequência deste fenômeno é que mesmo investidores já mais habituados ao mercado financeiro optam por investir em títulos de renda fixa, com um risco menor e remuneração elevada. Isto faz com que a atratividade de outros produtos como equities, fundos de participação, fundos de ações, títulos de dívida e os próprios fundos imobiliários seja reduzida no comparativo.

Como foi mostrado durante este estudo, este é um cenário que está mudando. A trajetória de queda dos juros nos últimos anos abriu portas para investimentos alternativos, entre eles os FIIs, que puderam crescer de forma vertiginosa. Observando o cenário atual e as expectativas dos agentes econômicos para os próximos anos, acredito que o mercado tem potencial de continuar crescendo de modo a se tornar um investimento relevante no mercado financeiro nacional.

Minha expectativa é baseada em alguns pontos chave. São estes a trajetória de longo prazo da taxa de juros, as vantagens e benefícios que o mercado oferece hoje quando comparado com o investimento diretamente em imóveis, assim como a importância que produtos semelhantes têm hoje em mercados mais desenvolvidos.

Sobre o cenário de juros, apesar de termos acabado de sair de um ciclo de alta, podemos observar que a tendência de longo prazo é de queda. O ciclo recente teve como principal objetivo o controle da inflação que se aproximava em alcançar o teto da meta. Uma vez que esta esteja sob controle, enxergamos espaço para novas reduções, de forma gradual dando continuidade ao processo de estabilização monetária iniciado com o plano real.

A estabilidade nos juros possibilita que o mercado cresça de forma sustentável, mesmo considerando um nível de taxa básica ainda distante do que temos em países desenvolvidos. Acredito nisto principalmente pela situação atual na qual o mercado se encontra, que é de crescimento em valor e participação mesmo com um decréscimo gradual no número de investidores

Boa parte da alta volatilidade recente tem como principal causa, junto à volatilidade dos juros, a ausência de conhecimento por parte dos investidores sobre as características do produto. Afinal, apenas em 2012, tivemos um crescimento de quase três vezes no número de investidores. Partindo de uma lógica simples, a maioria dos investidores está no mercado a períodos entre um e dois anos.

Em um contato muito próximo com o mercado e seus agentes é possível observar um consenso que o decréscimo se dá principalmente pela saída de investidores que entraram buscando taxa e não investimento em imóveis. No passado muito se confundiu o fundo imobiliário como um produto de renda fixa, quando na verdade ele nada mais é que investimento em imóveis.

Uma vez que estes investidores se tornem minoria no mercado, sendo assim a maioria formada por investidores que tem experiência de investimento em imóveis o crescimento que estamos hoje observando tende a se acelerar ainda mais.

Um dos principais empecilhos para que isto aconteça hoje sem dúvida é o nível de liquidez do mercado, ainda muito baixo. A boa notícia, que reforça minha percepção de que ainda há muito espaço para crescimento, são as medidas que estão sendo estudadas junto aos órgãos reguladores e governamentais, especialmente CVM e Receita Federal, para tornar ainda mais atrativo este investimento.

Novas isenções de imposto, como por exemplo uma réplica do que existe no mercado de ações que é a isenção para ganhos de capital abaixo de R\$ 20.000,00 estão sendo estudadas já há algum tempo e em breve podem virar realidade.

Muito se especula a respeito dos motivos do governo para conceder estas isenções. O principal motivo é que o mercado imobiliário como um todo é extremamente abrangente. Ao estimular o mercado imobiliário o governo está estimulando uma série de outros mercados que fazem parte da cadeia produtiva e cujo crescimento acrescenta muito mais receita através de impostos e criação de valor do que a cobrança de imposto sobre o ativo financeiro faria. Aumentando a atratividade dos fundos imobiliários é indiretamente uma maneira de aumentar o fornecimento de capital para o mercado imobiliário, conseqüentemente impactando seu crescimento.

O mercado de FIIs tem o potencial de influenciar inúmeras áreas da economia nacional. Hoje ainda é bastante restrito ao setor de lajes corporativas em função de sua maior simplicidade de entendimento por parte dos investidores. Ainda assim, como mostrei no capítulo números do mercado, este é um cenário que está mudando e cuja tendência é de uma participação cada vez maior em outros setores, como residencial, saúde, educação, entre outros.

Prova da viabilidade disto são os mercados externos que analisamos, em especial o americano e australiano, já bem desenvolvidos. Nos Estados Unidos o mercado de REITs se estende pela maior parte do mercado imobiliário, assim como no australiano, que já busca investimentos imobiliários em países vizinhos para a manutenção de seu crescimento.

Outras medidas para estimular o crescimento do mercado vem dos responsáveis pelas suas características financeiras. É muito discutida a possibilidade da criação de um mercado mais complexo para o investimento em FIIs, possibilitando operações que existem hoje em equities como opções, aluguel, ETFs, entre outras. Caso isto se concretize, possibilitaria que investidores de maior porte pudessem negociar no mercado conseqüentemente tornando o mesmo mais relevante.

Os próprios fundos, representados pelos gestores e administradores, já tentam caminhar nesta direção. Em 2014 tivemos duas propostas de fusão de FIIs, uma ainda em andamento, que visam mitigar justamente a característica que mencionei no capítulo

IV, que é a dispersão de um volume de mercado razoável entre uma série de FIIs pequenos. Temos hoje no mercado muitos FIIs com um ativo só, algo praticamente inexistente no exterior, que caso se juntassem em um fundo maior resultaria em um produto com maior liquidez e menor risco por estar mais diversificado.

Mesmo no atual cenário, negativo tanto na parte macroeconômica de condução de política monetária e crescimento do produto quanto no setor imobiliário, o mercado de FIIs tem conseguido crescer em patrimônio e número de ativos.

Acredito com veemência que nos próximos anos ele continuará este processo, de maneira tempestiva. Uma vez com cenários mais propícios, deve novamente apresentar crescimento explosivo e adquirindo a mesma importância e relevância que produtos semelhantes tem no exterior tanto na economia real, quanto no mercado financeiro.

## Bibliografia:

- 1) <http://www.bcb.gov.br>;
- 2) <http://portalibre.fgv.br>;
- 3) Prospectos de ofertas e regulamentos de Fundos Imobiliários;
- 4) <http://www.bmfbovespa.com.br>;
- 5) Relatórios de análise da XP Investimentos: Guia Mensal, Relatório Semanal e Relatório Destaques do Mês;
- 7) <http://www.cvm.gov.br>;
- 8) REITs Around the World: Your Guide to Real Estate Investment Trusts in Nearly 40 Countries for Inflation Protection, Currency Hedging, Risk Management and Diversification – Richard Stoker (2011);
- 9) O (Re)Nascimento dos Fundos Imobiliários – Giovanni Vescovi e Lucas Tambellini (2013);
- 10) <http://www.receita.fazenda.gov.br>;
- 11) Boletim Mensal do Mercado Imobiliário – BM&Fbovespa;
- 12) [http://en.wikipedia.org/wiki/Real\\_estate\\_investment\\_trust](http://en.wikipedia.org/wiki/Real_estate_investment_trust);
- 13) <http://www.epra.com/regulation-and-reporting/taxation/reit-survey/>;
- 14) <http://www.reit.com/investing/reit-basics/what-reit>;
- 15) Internal Revenue Code;
- 16) [www.reit.com/timeline/timeline.php](http://www.reit.com/timeline/timeline.php);
- 17) <https://www.cohenandsteers.com/insights/education/about-reits>;
- 18) Guia do Investidor de Fundos Imobiliários 2012 - uqbar;
- 19) <http://www.epra.com/regulation-and-reporting/taxation/epra-newsletter-nov200912/>;
- 20) Australian Real Estate Guide for Foreign Investors (Ashurst, julho/13);
- 21) Guide to Global Real Estate Investment Trusts Compare and Contrast: Worldwide Real Estate Investment Trust Regimes (PWC, maio/13);
- 22) Artigos 223 e 224 da Ley del Impuesto Sobre La Renta mexicana;
- 23) <http://us.practicallaw.com/7-381-3182>;
- 24) Global Transparency Index Rankings – Jones Lang LaSalle;