



Um Estudo sobre a Indústria de Fundos de Investimentos Imobiliários no Brasil*

CARLOS EDUARDO CASTELLO BRANCO
ELIANE DE MELLO ALVES REBOUÇAS MONTEIRO**

RESUMO O trabalho analisa a evolução dos fundos de investimentos imobiliários (FII), segmento consolidado nos Estados Unidos, onde o conceito surgiu na década de 1880 e começou a se desenvolver na década de 1960, e que, no Brasil, desenvolveu-se há menos de quatro anos; mostra o FII como um instrumento de agregação do mercado de capitais aos investimentos em imóveis, ampliando o acesso para investidores de pequeno e médio portes à aquisição de imóveis de significativo valor comercial destinados a renda, tais como *shopping centers*, escritórios, armazéns e residências; aborda as normas dos FIIs no país, suas vantagens e riscos; as características das atuações dos investidores em imóveis, em especial os fundos de pensão, bem como de nosso mercado de capitais e do BNDES; explicita a relevância do setor imobiliário para a geração de emprego e renda; e propõe alternativas de financiamento ao segmento e para o aperfeiçoamento da indústria de FIIs, incluindo sua utilização pelo BNDES.

ABSTRACT *This paper analyses the evolution of real estate investment trusts (REITs), a firmly established industry which arose in the USA during the 1880s but only started to develop in the 1960s and which began to develop less than four years ago in Brazil; shows the REIT as an instrument for aggregating the capital market into real estate investments, enabling small- and medium-sized investors to acquire valuable properties for income purposes, such as shopping malls, offices, warehouses and residences; presents the REITs rules in Brazil, its advantages and risks; the characteristics of real estate investors' activity, particularly the pension funds, as well as of Brazilian capital market and of BNDES; explains the importance of the real estate sector for income and employment generation; and suggests financing options for the segment and for improving the REITs industry, including its use by BNDES.*

* Os autores são os únicos responsáveis pelo conteúdo deste artigo, mas são especialmente gratos a Suly Fontaine, da CVM, Julio Ramundo, Márcia Garcez e Sergio Weguelin, do BNDES, e Walter Ness, da PUC-RJ, pelas sugestões apresentadas.

** Respectivamente, engenheiro e administradora do BNDES.

1. Introdução

O conceito de fundo de investimento imobiliário (FII) surgiu nos Estados Unidos na década de 1880, mas começou a se desenvolver na década de 1960, sob a forma de *real estate investment trust* (Reit), quando o Congresso aprovou uma legislação concedendo-lhe benefícios fiscais, comparáveis aos existentes para os fundos mútuos (*mutual funds*).¹ A criação do Reit teve por objetivo permitir que pequenos investidores unissem suas poupanças num empreendimento único, uma empresa, e esta aplicasse os recursos captados em um ou mais imóveis de significativo valor comercial destinados a renda, tais como *shopping centers*, escritórios, armazéns e residências. Contudo, por motivos diversos que são explanados na Seção 2, esses Reit somente alcançaram grande crescimento a partir da década de 1990. Considerando aqueles listados em bolsas de valores, a evolução foi de 119 Reit (com valor de mercado de US\$ 8,7 bilhões em 1990) para 176 (com valor de mercado de US\$ 161,9 bilhões em 2002).

No Brasil, inspirado no modelo norte-americano, o FII foi concebido como um condomínio de investidores, tal como os fundos de ações e de renda fixa, administrado por instituições financeiras e fiscalizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O FII foi instituído pela Lei 8.668, de 1993, e regulamentado pelas Instruções 205 e 206, de 1994, da CVM, tendo por objetivo o investimento em empreendimentos imobiliários de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários. Trata-se de um instrumento moderno de agregação do mercado de capitais aos investimentos em imóveis, ampliando as possibilidades de acesso para investidores de pequeno e médio portes a alternativas de aplicações como aquelas citadas referentes aos Estados Unidos.

Como visto, esse é um segmento consolidado nos Estados Unidos, mas ainda novo no Brasil, tendo sido criado há cerca de 10 anos e apresentando um desenvolvimento no varejo há menos de quatro anos. Hoje são 62 FIIs registrados junto à CVM, totalizando patrimônio líquido da ordem de R\$ 2 bilhões, ou seja, cerca de 0,4% do mercado norte-americano.

1 “A forma mais desenvolvida e mais comum de negócios de investimento na esfera anglo-americana são as chamadas *management companies*, ou *companhias de administração*, sob duas classes, as abertas (*open end*), também chamadas *mutual funds*, em que o montante do fundo é ilimitado, podendo participar livremente novos investidores, e as fechadas (*closed end*), em que se mantém constante o montante do fundo” [Palermo, F. K. O., O fundo de investimento imobiliário (cf. www.ipdci.org.br)].

O presente trabalho aborda a evolução da indústria de FIIs nos Estados Unidos e, no cenário brasileiro, as normas dos investimentos em FIIs, algumas de suas características e dos investidores em imóveis, em especial os fundos de pensão, bem como de nosso mercado de capitais e da atuação do BNDES. Ao final, são apresentadas algumas proposições que os autores entendem como contributivas para o crescimento de nossa economia e que tratam do desenvolvimento de novas alternativas de financiamento à produção, da circulação de valores relacionados ao ramo imobiliário e do aperfeiçoamento da indústria de FIIs e do mercado de capitais.

A metodologia adotada foi a pesquisa da bibliografia existente e a consulta aos *sites* na Internet de diversas instituições especializadas ou envolvidas no assunto, especialmente as publicações de diversos tipos da CVM. Também foram utilizados estudos produzidos no BNDES e em outras instituições, não divulgados ao público, e os contatos com empreendedores e agentes do mercado.

2. Reit: O Modelo Norte-Americano de Fundo de Investimento Imobiliário

Nos Estados Unidos, o fundo de investimento imobiliário é conhecido como Reit. Trata-se de uma empresa cujo objetivo é ter a propriedade e, na maioria dos casos, operar empreendimentos de base imobiliária geradores de renda, tais como residências, *shopping centers*, escritórios, armazéns e hospitais. Alguns Reit também são financiadores de empreendimentos imobiliários. O mais importante é que, para ser um Reit, a empresa, por lei, tem que distribuir a seus acionistas, todos os anos, pelo menos 90% do seu lucro tributável (cf. www.nareit.com).

Seu conceito foi introduzido na década de 1880, sendo que inicialmente não era tributado se os rendimentos fossem distribuídos aos seus beneficiários. Essa condição foi alterada na década de 1930, quando a Suprema Corte decidiu que todos os investimentos que fossem centralmente organizados e administrados deveriam ser tributados como as empresas. O nome Reit só apareceu após a II Grande Guerra, quando a necessidade de reunir largas somas de recursos para financiar investimentos imobiliários renovou um interesse mais intenso pelos FII e iniciou-se uma campanha para que os Reit obtivessem alguns benefícios fiscais comparáveis aos fundos mútuos [cf. Brueggeman e Fisher (1997)].

Em 1960, de acordo com a National Association of Real Estate Investment Trusts (Nareit) [cf. www.nareit.com (30.12.02)], o Congresso aprovou a legislação que concedeu esses benefícios, de forma a permitir que pequenos investidores unissem as poupanças de muitos indivíduos num empreendimento único, uma empresa, e esta aplicasse os recursos captados em um ou mais imóveis de significativo valor comercial destinados a renda, tais como *shopping centers*, escritórios, armazéns e residências.

O mesmo informe afirma que, durante mais de 30 anos, os Reit tiveram papel limitado nos investimentos imobiliários, aparentemente devido aos seguintes fatores:

- limitar aos fundos a condição de proprietários do imóvel, sem autorização para administrá-lo, exigindo a delegação dessa função a terceiros, condição que favorecia a existência de uma série de divergências entre os interesses dos proprietários e dos administradores e não era aceita pelo mercado; e
- a criação desses fundos por empreendedores imobiliários objetivava, principalmente, o benefício das vantagens fiscais, em detrimento do sucesso econômico-financeiro do empreendimento.

Outros fatores restritivos à difusão desse investimento, segundo relata Pedro Klumb [cf. www.somativos.com.br (18.04.03)], devem ser considerados para aquela época:

- os próprios empreendedores administravam os fundos, criando conflitos de interesse com os investidores que se dispunham a participar dos mesmos;
- as informações técnicas existentes sobre os fundos – suas carteiras, riscos, projeções e desempenho – não se mostravam transparentes para os investidores; e
- na década de 1970, cerca de 75% do mercado imobiliário eram financiados, o que se devia à idéia de que os imóveis só se valorizavam e, em conseqüência, os investidores e empreendedores procuravam obter o lucro na venda das propriedades, desprezando a renda que empreendimentos de base imobiliária poderiam gerar (Klumb não considerou que as vantagens fiscais existentes incentivavam o financiamento, pela possibilidade de dedução das despesas financeiras).

Na década de 1980, os Reit não apresentaram crescimento significativo, contrastando com o salto ocorrido no mercado de imóveis, em decorrência do forte investimento realizado por bancos, companhias seguradoras e investidores estrangeiros. Mas esse crescimento gerou também, nos Estados Unidos, uma séria crise no sistema de poupança e empréstimo, pela forte subida das taxas de juros e pelo descasamento de prazos das instituições financeiras, que captaram recursos a curto prazo e os emprestaram a longo prazo [cf. *Valor Econômico* (23.10.01)].

Em consequência dessa crise, o governo norte-americano constituiu, em 1989, a Resolution Trust Corporation (RTC), agência responsável pela administração da liquidação de diversas companhias e bancos de crédito imobiliário, com ativos da ordem de US\$ 500 bilhões. Esse órgão, segundo Sérgio Beleza Filho (cf. www.fundoimobiliario.com.br), criou lotes de ativos imobiliários oriundos de empresas liquidadas e os ofereceu ao mercado, que aproveitou as boas condições de preço e encontrou nos Reit a melhor solução para negociá-los.

No início da década de 1990, a crise de liquidez do mercado internacional e das companhias e bancos de crédito imobiliário provocou a fuga desses investidores, além de uma significativa redução dos recursos para financiamento de projetos imobiliários e uma queda nos preços dos imóveis da ordem de 30% a 50%.

Sob outra abordagem, um aspecto positivo dessa crise foi a convergência de fatores favoráveis ao desenvolvimento dos Reit: de um lado, as empresas especializadas em empreendimentos imobiliários passaram a considerá-los como uma forma de financiar seus projetos pelo mercado de capitais; e, de outro, os investidores identificaram novas oportunidades de ganhos, considerando que os preços dos imóveis haviam caído muito.

Cabe salientar que, a partir de 1986, essa modalidade de investimento (Reit) adquiriu um formato mais adequado aos investidores, na medida em que o Tax Reform Act reduziu drasticamente as possibilidades de ganhos fiscais, limitando a dedução de juros, aumentando os períodos de depreciação e restringindo o uso de perdas nos balanços. Conseqüentemente, o investimento imobiliário passou a ser orientado para auferir receitas e resultado econômico. Além disso, ocorreu uma decisão posterior do Congresso permitindo aos Reit administrar imóveis de sua propriedade, à exceção dos que requerem serviços especializados, tais como hotéis, hospitais e *shopping centers*, o que favoreceu o interesse do mercado por esse tipo de inves-

timento, na medida em que propiciou a convergência de interesses econômicos entre os investidores dos Reit, seus operadores e administradores [cf. Brueggeman e Fisher (1997)].

Nesse período, os fundos de pensão norte-americanos aumentaram suas aplicações em imóveis de 1% para 6% de seus ativos, mas o resultado foi considerado decepcionante para esse tipo de investimento, levando os administradores a buscar orientação de analistas e consultores independentes, os quais sugeriram a utilização dos Reit como uma política clara e adequada de investimento ao tipo de risco desejado [cf. Bonomi e Malvassi (2002)].

Em janeiro de 1994, a National Association of Insurance Commissioners (Naic), instituição reguladora das seguradoras americanas, preocupada com a liquidez das reservas técnicas dos fundos de pensão, penalizou seus investimentos diretos em imóveis, privilegiando aqueles realizados por instrumentos securitizados. Dessa forma, viabilizaram-se vários lançamentos de Reit, lastreados em escritórios e hotéis.

A obtenção de benefícios fiscais pelos Reit nos Estados Unidos, entre eles a isenção de imposto de renda, exigia os seguintes requisitos (cf. www.investopedia.com):

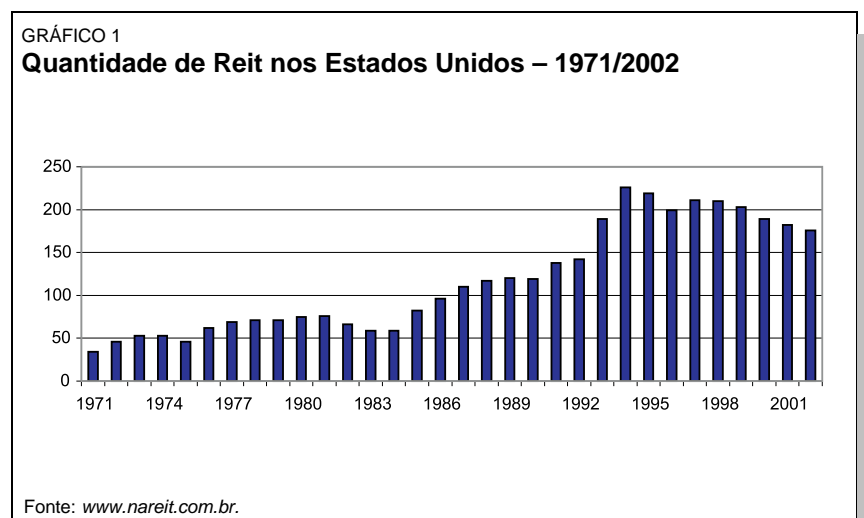
- ser estruturado como uma companhia, *trust* ou similar;
- ser administrado por um *board* de diretores e/ou *trustees*;
- ter cotas amplamente transferíveis;
- contar com mais de 100 cotistas;
- cinco cotistas, ou menos, não podem possuir mais do que 50% das cotas;
- investir pelo menos 75% em imóveis;
- distribuir, pelo menos, 90% de seus rendimentos aos cotistas;
- ter pelo menos 75% de sua receita procedente de aluguéis ou empréstimos hipotecários; e
- ter no máximo 20% de seus ativos compostos por ações de empresas tributáveis investidas por Reit.

Havia ainda restrições quanto à administração dos Reit, de forma a assegurar a independência dos administradores e a não existência de conflitos de interesses. Essa evolução resultou em maior transparência no mercado, administrações mais profissionais, maior fluxo de informações sobre os investimentos, suas características, seus estudos de mercado e projeções. Como consequência, cresceu o número de investidores e a diversificação de suas carteiras de investimentos, de forma tal que em 2002 havia 176 Reit com ações transacionadas em bolsas de valores, totalizando um valor de mercado² de US\$ 161,9 bilhões [cf. www.nareit.com (30.12.02)].

Nos Gráficos 1 e 2, a seguir, observamos a evolução anual do número de Reit e da soma de seus valores de mercado,³ os quais, em dezembro de 2002, congregavam investimentos distribuídos entre os diversos tipos de imóveis, conforme mostra o Gráfico 3.

Os seguintes dados demonstram os resultados expressivos e a importância recentemente conquistada pelos Reit no mercado norte-americano [cf. www.nareit.com (30.12.02)]:

- em 1998, distribuíram mais de US\$ 11 bilhões em dividendos a seus cotistas;

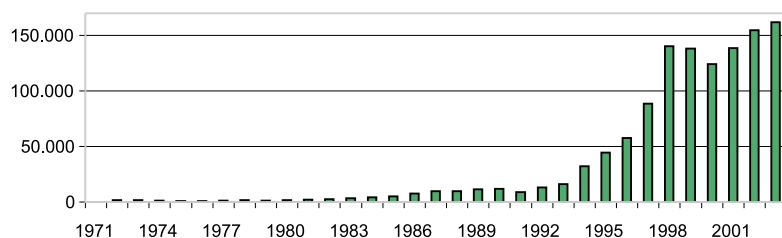


² Valor de mercado é igual ao número de ações multiplicado por seu preço de bolsa.

³ Os dados anuais do período são apresentados no Anexo (Tabela A.1).

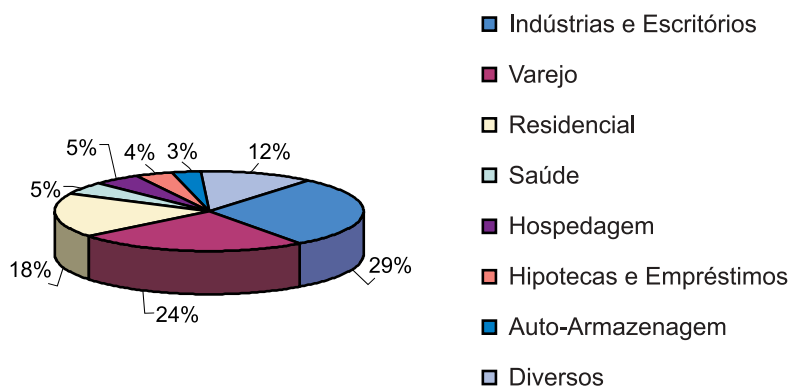
- no período 1980/2000, tiveram uma taxa anual de retorno muito superior àquela obtida pelos investimentos diretos em imóveis (12,5% contra 8,42%); e
- na última década, os volumes aplicados em Reit capitalizaram-se mais de 15 vezes e o número de Reit mais que duplicou.

GRÁFICO 2
Valor de Mercado Aplicado nos Reit – 1971/2002
 (Em US\$ Milhões)



Fonte: www.nareit.com.br.

GRÁFICO 3
Distribuição de Investimento em Imóveis



Fontes: www.nareit.com.br e Reit Watch (janeiro de 2003).

3. Breve Tipologia dos Fundos de Investimentos Imobiliários

Nos Estados Unidos, segundo Brueggeman e Fisher (1997), os principais tipos de Reit são: os de capital (*equity trusts*), que adquirem as propriedades; os de hipoteca (*mortgage trusts*), que compram títulos com o objetivo de se tornarem credores com garantia hipotecária; e os híbridos (*hybrid trusts*). A partir de 1985, os *equity trusts* começaram a consolidar sua predominância sobre os demais, em termos de valor de mercado e em quantidade, de tal sorte que em 1993 sua participação já superava os 80% do valor de mercado total e em 1996 passava dos 90%.

No Brasil, a Instrução 205, da CVM, não discrimina os tipos de fundos, mas em uma das propostas para sua alteração os FIIs são caracterizados de acordo com os seguintes tipos: *fundo patrimonial*, quando se limitar a adquirir propriedades ou direitos reais de uso, gozo e fruição de imóveis, para compra, venda e locação; *fundo investidor*, quando se limitar a adquirir direitos obrigacionais relativos a imóveis em determinada proporção do seu patrimônio; *fundo financiador*, quando se limitar a adquirir direitos reais de garantia, direitos decorrentes de promessas de compra e venda ou de alienação fiduciária de imóveis; *fundo empreendedor*, quando se limitar a assumir compromissos de aquisição de imóveis ou de execução de obras que envolvam volumes de recursos superiores aos captados na subscrição das quotas; *fundo de participação*, quando se limitar a adquirir quotas de outros fundos imobiliários ou valores mobiliários de companhias abertas que tenham por objeto, exclusivamente, a prática de negócios imobiliários; e *fundo híbrido*, quando deve ser indicada detalhadamente a composição de todos os tipos de investimentos admitidos pelo fundo.

Em nossa avaliação, nessa proposta de alteração da Instrução 205, há um nível excessivo de detalhamento na classificação do FII, uma vez que, por um lado, os diferentes papéis não ficam muito claros para a grande maioria dos investidores e, por outro, o investimento pode assumir diferentes características em vários momentos, como levantar recursos para implantar um empreendimento e, posteriormente, ter como objetivo auferir a renda dos aluguéis. Também o investidor mais disposto a correr o risco da etapa de implantação de um empreendimento é diferente daquele da fase da renda do aluguel, que busca maior estabilidade e previsibilidade. Esses investidores têm distintas propensões e aversões ao risco e, portanto, apresentam diferentes expectativas de retorno. A classificação norte-americana parece mais simples e de mais fácil entendimento, além de marcar mais claramente a diferença de objetivos entre os diferentes tipos de fundos.

4. Investimentos de Base Imobiliária no Brasil

Considerações Gerais

É notório que a grande maioria dos brasileiros atribui grande importância ao investimento imobiliário, não só pela identificação de parte da independência de cada indivíduo ou família com a propriedade da casa própria, mas também por se mostrar uma alternativa de investimento mais segura e previsível, com uma rentabilidade satisfatória, possibilitando, inclusive, uma renda para a aposentadoria com o aluguel do imóvel. Esse comportamento não é constatado somente no Brasil, pois mesmo nos Estados Unidos o patrimônio de uma família em imóveis é quatro vezes o que ela tem em ações [cf. *The Economist* (30.03.02)].

Culturalmente, estamos acostumados a anunciar os imóveis nos jornais e entregar a venda a corretores, que se encontram em todos os lugares, a qualquer hora do dia. Os procedimentos de compra e venda são conhecidos por todos e entendidos como relativamente simples. O investimento em imóveis é visto como um porto seguro, com receita previsível por um longo prazo e com relativa facilidade de liquidez.

Aproveitando essa característica da cultura do investidor, de aplicação em imóveis, algumas empresas, mas principalmente os bancos, pelo fato de terem que respeitar os limites de imobilização sobre seus ativos, estabelecidos no Acordo da Basileia, começam a ver na operação concomitante de venda de seus imóveis aos FIIs, e de aluguéis ou *leasing* dos mesmos, uma boa forma de reduzir a sua imobilização e concentrar recursos em suas atividades-fim.

Sobre os Investimentos dos Fundos de Pensão

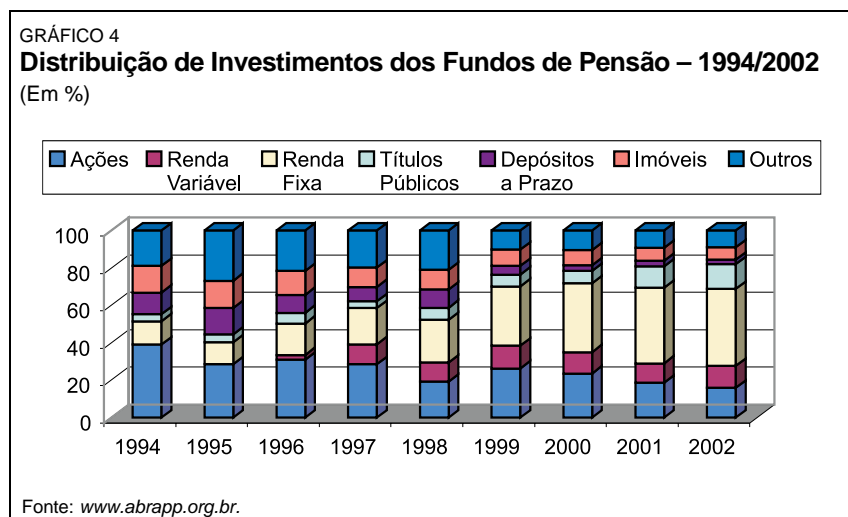
As entidades fechadas de previdência complementar – os fundos de pensão – foram, na década de 1990, grandes investidores em imóveis e os principais financiadores de *shopping centers* e dos grandes projetos de edificações para escritórios comerciais, sucedendo a Caixa Econômica Federal (CEF), que desempenhou esse papel até fins da década de 1980, com financiamentos a custos baixos e prazos de até 25 anos.

O Gráfico 4, a seguir, mostra a evolução dos investimentos desses fundos no setor⁴ a partir de 1994, podendo-se observar que houve uma evidente participação decrescente do segmento, que caiu de um pico de 14,9% dos investimentos totais em 1995 para 6,7% em 2002.

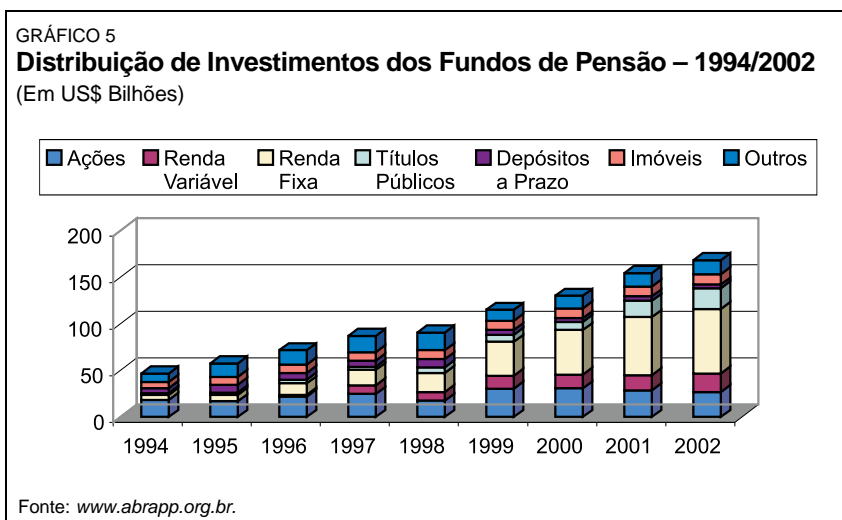
Em termos nominais, o valor da carteira de imóveis, que em 1995 era de R\$ 8,5 bilhões, em 2002 alcançou R\$ 11,3 bilhões, com acréscimo de 32,9% no mesmo período, enquanto a carteira total de investimentos saltou de R\$ 57,5 bilhões para R\$ 168,5 bilhões, com acréscimo de 193%. O Gráfico 5, a seguir, mostra essa evolução.

Observe-se o crescente predomínio dos investimentos em renda fixa, acrescidos dos títulos públicos, face ao seu retorno e liquidez diária, *vis-à-vis* aqueles de renda variável (ações e fundos de ações) e em imóveis, tal qual o FII, de maior risco e de menor liquidez, que encontram barreiras significativas nas altas taxas de juros praticadas na economia brasileira.

Os resultados obtidos pelos fundos de pensão em imóveis têm sido questionados, em relação à qualidade das análises dos empreendimentos, dos preços pagos, do retorno e da composição de suas carteiras, em termos



4 Os valores e a distribuição percentual desses investimentos, em relação ao ativo total dos fundos, são apresentados no Anexo (Tabela A.2).



de percentuais de participação nos investimentos e de concentração de portfólio.

Em decorrência disso, em março de 2001 o governo federal entendeu que havia um excesso de investimentos em imóveis nas carteiras dos fundos de pensão, face às regras recomendáveis de diversificação, e baixou uma regulamentação⁵ estabelecendo um cronograma de redução da participação percentual desses investimentos na carteira total de seus ativos até 2009.

Pela Resolução 2.829, os fundos de pensão devem obedecer aos limites explicitados na tabela a seguir, para aplicação em seus investimentos imobiliários, aí incluídos aqueles realizados para: *desenvolvimento* – investimentos, em regime de co-participação, na realização de empreendimentos imobiliários, com vistas à sua ulterior comercialização; *aluguéis e renda* – investimentos em imóveis ou na realização de empreendimentos imobiliários com a finalidade de obter rendimentos sob a forma de aluguel ou renda de participações; *fundos imobiliários* – investimentos em cotas de fundos de investimento imobiliário; e *outros* – investimentos em imóveis de uso próprio, recebidos em dação, em pagamento ou como produto da execução de dívidas ou garantias, terrenos e outros imóveis não classificáveis nas carteiras acima referidas.

⁵ Resolução 2.829, de 30 de março de 2001, do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Limite Máximo de Investimento em Imóveis na Carteira Total de Ativos dos Fundos de Pensão

2001/02	2003/04	2005/06	2007/08	2009
16%	14%	12%	10%	8%

Fonte: Resolução 2.829/2001, do CMN.

Na média, os fundos de pensão já estão enquadrados nos limites estabelecidos, como pode ser verificado nos dados da Tabela A.2 (ver Anexo), mas informações disponíveis em mercado indicam que a maioria se encontra com seus limites comprometidos e que a Previ, o maior deles, tem margem para aplicações no segmento. Certo é que os fundos de pensão estão praticamente fora desse mercado e que muitos analisam oportunidades de desinvestimento de suas posições imobiliárias.

Cabe ressaltar que essa regulamentação trata, a nosso ver equivocadamente, o FII como um investimento em imóvel e não, como deveria ser, em um título de renda variável, conforme definido na lei que o instituiu. Essa condição certamente prejudica o desenvolvimento da indústria de FIIs, que perde a possibilidade de contar com aquele que é o principal investidor do mercado.

5. Fundo de Investimento Imobiliário no Brasil

As Normas do Fundo de Investimento Imobiliário

Segundo Palermo [*O fundo de investimento imobiliário* (cf. www.ipdci.org.br)], no mundo anglo-americano os negócios de investimentos ajustam-se a duas formas jurídicas principais: societária ou *corporation*, que coincide com a sociedade anônima do direito brasileiro; e contratual ou *trust*, que é peculiar do âmbito jurídico anglo-americano, consistindo na bipartição da propriedade entre duas pessoas – o investidor, proprietário originário ou *settler*, e o administrador, ou *trustee*.

O fundo imobiliário deriva do *trust* e dá origem a um novo valor mobiliário, título esse que mais se aproxima da idéia de *security* do direito norte-americano. Com o fundo imobiliário permite-se a securitização da propriedade imobiliária, de forma que, diversamente das regras do Código Civil e da Lei de Registros Públicos, chega-se a distinto “fracionamento” de imóveis e permite-se que sejam tais frações representadas por valores mobiliários.

O FII foi instituído no Brasil pela Lei 8.668, de 1993, e regulamentado pelas Instruções 205 e 206, de 1994, da CVM, tendo por objetivo o investimento em empreendimentos imobiliários de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários. O fundo não tem personalidade jurídica, sendo constituído sob a forma de condomínio fechado, por prazo determinado ou indeterminado, sem possibilidade de resgate de quotas: o investidor só tem como sair de sua posição na liquidação do FII ou com a venda de suas quotas no mercado (Instrução 205).

De acordo com a Lei 8.668, as quotas dos FIIs são valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385 (Lei do Mercado de Capitais), de 1976, que estabelece a competência da CVM com relação à regulamentação e fiscalização da emissão e distribuição de valores mobiliários. O objetivo do FII é auferir rendimentos através de locação, arrendamento ou alienação dos empreendimentos adquiridos ou construídos com seus recursos. O FII pode deter a propriedade de parte ou da totalidade de um ou vários empreendimentos.

A legislação e as demais normas brasileiras são extensas e procuram estabelecer, com clareza, a definição do campo de atuação do FII e os mecanismos que assegurem a transparência de suas operações e a proteção de seus investidores.

O FII é sempre administrado por instituição financeira credenciada, que detém a propriedade fiduciária dos bens e direitos integrantes do patrimônio do respectivo fundo: os bens do FII são registrados como propriedade da instituição administradora, mas não fazem parte do seu patrimônio, estando protegidos de eventuais dificuldades que possam envolvê-la. Ocorrendo problemas com a instituição financeira administradora, uma nova administradora é eleita para assumir a propriedade fiduciária e a gestão do patrimônio do FII.

O patrimônio do fundo não pode ser oferecido em garantia de débito de operação da instituição administradora, assim como não podem ser constituídos quaisquer ônus reais sobre seus imóveis. É vedada à instituição administradora conceder ou contrair empréstimos, adiantar rendas futuras aos quotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade.

O administrador do fundo, segundo a *Cartilha do Investidor de FII*, da CVM (cf. www.cvm.gov.br), está obrigado a divulgar aos quotistas, semestralmente, um relatório contendo, dentre outras, as seguintes informações:

- negócios realizados, especificando seus objetivos, montantes dos investimentos feitos, receitas auferidas, origem dos recursos investidos, rentabilidade do período;
- programa de investimentos para o semestre seguinte;
- informações sobre a conjuntura econômica do mercado imobiliário, as perspectivas da administração para o semestre seguinte e o valor de mercado dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo;
- relação das obrigações contraídas no período;
- valor patrimonial da cota;
- relação dos encargos debitados pelo fundo; e
- demonstrações contábeis acompanhadas de parecer do auditor independente, nos termos da Instrução 206/94, da CVM, e demais normativos aplicáveis.

Outras informações são disponibilizadas mensalmente, tais como:

- valor patrimonial das quotas e dos investimentos do fundo, incluindo discriminação dos bens e direitos integrantes de seu patrimônio; e
- informações sobre o andamento das obras e sobre 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.

Agentes Operacionais do FII

Afora a CVM, agente regulador desse mercado, outras instituições desempenham papel importante que vale a pena registrar.

Inicialmente, tem-se o proprietário do imóvel, que vende para um grupo ou se associa a ele, para implantar o empreendimento. O grupo empreendedor é o responsável por essa implantação e, para tanto, contrata um construtor.

Os empreendimentos de base imobiliária, que são estruturados sob a forma de um FII, poderão ter como objetivo a construção de um ativo, seu eventual equipamento e/ou sua comercialização ou exploração. Caso haja a integralização de quotas do FII com bens e direitos, estes terão que ser avaliados

por três peritos independentes ou empresa especializada (Instrução 205, da CVM).

O estruturador do fundo é o que planeja e propõe o formato e as normas do FII, apresenta-o à CVM, identifica os parceiros para serem os distribuidores das quotas do fundo junto ao público-alvo e realiza outras atividades julgadas necessárias à sua viabilização. Na maioria dos casos, esse estruturador está ligado à instituição financeira que irá administrá-lo. Cabe registrar que não é desejável que corretores imobiliários participem da distribuição, posto que isso não é uma comercialização de imóvel, mas sim um título de mercado de capitais, sendo importante assegurar que o investidor tenha essa informação com clareza. Contudo, é importante também que o distribuidor do título se associe de alguma forma ao corretor de imóveis, pois, nas condições atuais de mercado, é ele quem tem os clientes.

O administrador do FII é obrigatoriamente uma instituição financeira, devidamente autorizada pela CVM e indicada pela assembléia de quotistas. Compete a ela a gestão do patrimônio do fundo, podendo realizar todas as operações, praticar todos os atos que se relacionem com seu objeto e exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções, podendo abrir e movimentar contas bancárias, adquirir e alienar livremente títulos pertencentes ao fundo, observados os regulamentos legais, normativos e do fundo, ou por deliberação da assembléia-geral (Instrução 205, da CVM).

Na ausência de um mercado organizado de negociação secundária das quotas, a instituição administradora é, na maioria das vezes, procurada pelos interessados e faz a intermediação dessas operações. Como a lei impede que tenha quotas do fundo, ela não tem condições de se tornar um *market maker*, ou seja, uma instituição que está sempre realizando ofertas de compra e venda, com vistas a manter o mercado ativo. Ressalte-se que, mesmo no mercado acionário, mais tradicional no país, esse papel ainda se encontra em desenvolvimento.

É vedado que o empreendimento imobiliário objeto do fundo, tal como um hotel, por exemplo, seja explorado comercialmente pelo mesmo, salvo através de locação ou arrendamento (Instrução 205, da CVM).

A Tributação

A Lei 8.668 isentou os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelo FII dos Impostos sobre a Renda e sobre Operações de Crédito, mas, à seme-

lhança do que ocorreu nos Estados Unidos, esse regime fiscal foi posteriormente alterado, pela Lei 9.779, de 1999, em decorrência do fato de vários investidores terem se aproveitado das brechas legais para se beneficiarem fiscalmente. Assim é que vários fundos criados até 1999 contavam com poucos quotistas, não tendo por objetivo a colocação pública de suas quotas em mercado.

As alterações do regime tributário introduzidas pela Lei 9.779 tiveram como objetivo inibir os desvios de comportamento e, em resumo, estabeleceram que o FII está isento de Imposto de Renda, exceto o incidente sobre os ganhos obtidos por aplicações financeiras do saldo de disponibilidades do fundo. Segundo Kitzberger, Morais & Xavier Advogados Associados (cf. www.kmx.com.br), os fundos são isentos, sob condições, dos seguintes tributos, conforme definido na legislação fiscal:

- PIS, Cofins e ISS sobre o faturamento;
- CPMF sobre a movimentação financeira; e
- IRPJ e CSLL sobre a renda.

Os rendimentos referentes às aplicações financeiras do saldo de caixa do fundo são tributáveis, mas compensados quando da distribuição de rendimentos.

Para os quotistas, foi estabelecido que os rendimentos e ganhos de capital auferidos sujeitam-se à incidência do imposto de renda à alíquota de 20%, sendo que eles são deduzidos na fonte, quando distribuídos pelos FIIs, e recolhidos posteriormente, quando auferidos na alienação de quotas dos FIIs. Mas, para o usufruto desses benefícios, o FII tem que atender aos seguintes requisitos:

- distribuir a seus quotistas no mínimo 95% dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano; e
- aplicar recursos em empreendimento imobiliário que possua como incorporador, construtor ou sócio um quotista que detenha, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, no máximo 25% das quotas do fundo.

Vantagens do FII

Especialmente aos investidores pequenos e médios, mas não somente a eles, o investimento através do FII, na medida em que permite reunir as poupanças de vários investidores num empreendimento único, tende a lhes proporcionar ganho de escala, aumento do poder de negociação, redução de custos, simplificação de procedimentos e novas alternativas de investimento que não as tradicionais aquisições de apartamentos e salas de escritórios.

Consideramos vantagens para o pequeno e médio investidor:

- o acesso a empreendimentos de maior valor e melhores perspectivas de retorno;
- a obtenção de condições semelhantes às oferecidas aos grandes investidores;
- o não envolvimento com assuntos referentes a certidões, escrituras, recolhimento de impostos, acompanhamento e controle do contrato de locação, cuja responsabilidade operacional cabe ao administrador do FII, embora as despesas sejam cobertas pelo fundo;
- a redução dos custos da administração dos investimentos, por sua diluição entre todos os quotistas, na proporção de suas participações;
- a possibilidade de venda total ou parcial do investimento no mercado secundário;
- a diversificação de investimentos em *shopping centers*, hotéis, armazéns e hospitais, com o mesmo valor da aplicação em um apartamento, por exemplo;
- a maior profissionalização da gestão de empreendimentos imobiliários;
- a possibilidade de remuneração relacionada ao desempenho, e não somente a valores fixos, como no contrato de aluguel convencional, como é o caso de salas de escritórios; e
- a transparência das operações do fundo, pois todos os seus atos são praticados por seus administradores e divulgados regularmente aos quotistas.

Com relação à vantagem da remuneração baseada em desempenho, deve-se registrar que, para os investimentos realizados em empreendimentos tais

como *shopping centers* e hotéis, em que se pode identificar a receita da prestação do serviço com o ponto de venda, os contratos estabelecem, usualmente, o pagamento de um valor fixo mínimo e um adicional, em função de um percentual da receita do empreendimento com aluguéis, hospedagem, cessão de direitos etc. Esses rendimentos e o valor das quotas acompanham a valorização do próprio empreendimento.

Quanto à vantagem da transparência das informações e à profissionalização da gestão dos empreendimentos imobiliários, elas somente ficarão mais evidentes com o desenvolvimento desse mercado, à medida que as regras e os compromissos estabelecidos vão sendo cumpridos e se espalham pelas operações realizadas, gerando benefícios para os investidores, os agentes do mercado e o governo.

Riscos do Investimento em FII

Alguns riscos do investimento em FII são comuns aos realizados diretamente em imóveis para aluguel, seja na implantação do empreendimento, seja em sua fase operacional, em que os riscos se referem às atividades inerentes ao período da construção e, quando pronto, aos fatores relacionados à conjuntura econômica, ao desenvolvimento da região em que ele está localizado etc., e que podem gerar vacância ou redução das remunerações esperadas.

Certamente, à diferença do investimento direto em um imóvel, o risco da aplicação em FII é quanto às características de sua liquidez, pois o investidor só pode negociar suas quotas com outros investidores, da mesma forma que se faz com as ações das companhias abertas, em transações privadas ou através de corretoras de valores e bancos, em bolsas de valores ou, como ocorre hoje na maioria dos casos, e com muito pouca visibilidade, nas próprias corretoras ou bancos – o denominado mercado de balcão não organizado. Além disso, essas negociações praticamente são realizadas nas instituições especializadas nesse segmento e que, na maioria dos casos, participaram da estruturação das operações.⁶

Por essa característica e pelo fato de os fundos não admitirem o resgate de quotas, seus quotistas podem ter maior dificuldade em realizar a venda de suas posições.

⁶ Dentre as principais instituições especializadas atuantes no mercado após a Lei 9.779, destacam-se: Banco Ourinvest e sua controlada Brazilian Mortgages, Rio Bravo DTVM e sua controlada Mercúrio DTVM, Coinvalores DTVM e Unitas DTVM.

Situação Atual do Mercado de FII

O comportamento oportunista dos investidores e administradores que constituíram muitos dos fundos entre 1994 e 1999 certamente foi mais um malefício à indústria de FII, na medida em que gerou desconfiança junto às autoridades governamentais e aos agentes do mercado, contribuindo para retardar a consolidação desse instrumento financeiro promotor de atividade no setor imobiliário.

Considerando que essa é uma alternativa nova de investimento no Brasil e pelo fato de suas operações serem realizadas em mercado de capitais, os investidores conservadores a qualificam, em princípio, como sendo para poucos, os “entendidos”, na medida em que a identificam como um instrumento complexo e pouco acessível, ainda mais pela barreira cultural da tradição do investimento direto em imóveis, considerado um processo relativamente simples pela maioria.⁷

Apesar de o FII⁸ existir há cerca de 10 anos, somente a partir de agosto de 1999, com o lançamento o FII JK Financial Center, é que se iniciou a distribuição a varejo⁹ de quotas de fundos co-proprietários, principalmente de *shopping centers* e prédios comerciais, quase todos localizados em São Paulo. É interessante registrar o caso do Fundo de Investimento Imobiliário Hospital da Criança, constituído em outubro de 2000, diferenciado no país, por se tratar de um caso único de hospital.

Atualmente, no Brasil, segundo dados da CVM de 18.04.03, estão em operação 62 FIIs, com patrimônio da ordem de R\$ 2,021 bilhões, 41 deles constituídos antes da Lei 9.773, de 1999. Em 2002, foram registradas emissões no montante de R\$ 1 bilhão junto à CVM, cabendo a ressalva de que algumas delas não foram totalmente colocadas em 2002 e que alguns fundos contam com mais de uma emissão de quotas.

Merece destaque o lançamento, realizado em novembro de 2002, do FII Edifício Almirante Barroso, que tem a propriedade da sede regional da CEF, no Rio de Janeiro. O fundo, no montante de R\$ 104,8 milhões, é composto por 104.800 quotas, ao preço unitário de R\$ 1 mil, e foi totalmente colocado em 75 dias, superando as previsões de seis meses: “O investimento médio foi de R\$ 18 mil, mas a maioria dos 5.259 investidores aplicou algo entre

⁷ Sobre a avaliação de mercado de capitais, ver considerações a seguir.

⁸ A relação dos 62 FIIs registrados junto à CVM é apresentada na Tabela A.3 do Anexo.

⁹ Hoje são 13 fundos com distribuição pública (ver Tabela A.4 do Anexo).

R\$ 1 mil e R\$ 5 mil” [*Gazeta Mercantil* (28.04.03)]. Esse FII passou a ser o dono do imóvel, que está alugado à própria CEF por 10 anos, renovável por igual período. A rentabilidade dos quotistas virá dos aluguéis pagos pela locatária, que garantirá a rentabilidade ao investimento e agregará valor significativo às quotas do fundo, já que é remota a hipótese de vacância do imóvel ou de inadimplência. O valor mínimo das aplicações, da ordem de R\$ 1 mil, é considerado o mais baixo do mercado. Vale registrar que essa colocação foi feita principalmente pelas agências da CEF. Com o final da oferta pública, desde 10.04.03, as negociações das quotas do novo FII vêm sendo realizadas diariamente no pregão eletrônico da Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (Soma).¹⁰

Pelos resultados alcançados, esse fundo vem atraindo outros grandes bancos, tais como o Banco do Brasil e o Bradesco, que sinalizaram ao mercado que estão estudando a constituição de FIIs. Cada fundo teria a propriedade de um conjunto de agências do banco, com a segurança de um contrato de aluguel ou *leasing* de longo prazo. Da mesma forma que a CEF, esses bancos também usariam suas redes de agências para colocar as quotas dos FIIs.

Um outro caso digno de nota é o do Fundo Novo Anhembi, constituído com o objetivo de construir um novo pavilhão de feiras e convenções em São Paulo e que foi desfeito no primeiro trimestre de 2003. O que poderia ser considerado um exemplo negativo deve ser visto como uma vantagem de um FII corretamente administrado: lançado em junho de 2002, prevendo a colocação de R\$ 188,5 milhões, captou R\$ 50 milhões, junto a 760 quotistas. Diante desse fracasso na colocação, os empreendedores decidiram desistir do negócio. Os recursos que haviam sido aplicados em fundo de renda fixa foram devolvidos aos seus investidores com um rendimento de 1,22% a.m. [*Valor Econômico* (24.03.03)].

Casos recentes de colocações públicas de FIIs devem ter seu desempenho observado e podem não ajudar a indústria, caso seus desempenhos frustrem as expectativas de seus quotistas. Essas dúvidas se devem ao fato de as colocações terem sido realizadas durante o período eleitoral brasileiro de 2002, quando um clima de incerteza sobre as conseqüências da vitória de um candidato de esquerda nas eleições presidenciais gerou uma certa corrida para investimentos em imóveis.

Com relação ao desempenho dos FIIs, vale observar a Tabela A.6 do Anexo, na qual são apresentadas a rentabilidade mensal de alguns fundos e uma

¹⁰ Na Tabela A.5 do Anexo é apresentado um resumo das negociações do FII da CEF, de 10.04.03 até 28.05.03, devendo ser registrado que houve negociações em todos os dias.

comparação com as remunerações da caderneta de poupança e do fundo DI. A tabela mostra rentabilidades comparáveis entre os FIIs Pátio Higienópolis e Hospital da Criança, *vis-à-vis* os fundos DI, e significativamente superiores às da caderneta de poupança.

Há que se registrar que, embora os FIIs sejam impedidos legalmente de garantir rentabilidade mínima a seus quotistas, a maioria dos empreendedores dos fundos, que estão sendo levados ao varejo, tem oferecido uma garantia de retorno mínimo, por prazo determinado, como pode ser visto na Tabela A.4 do Anexo. Isso deve ser creditado ao fato de ser um produto novo e às taxas de juros ainda bastante elevadas no Brasil, mas torna-se importante que essa situação seja claramente explicada aos compradores de tais quotas.

Da análise do conjunto de fundos levados ao varejo, verificamos que, à exceção do Novo Anhembi, todos os demais referem-se a empreendimentos já em operação e gerando renda. Esse modelo de fundo é adequado ao investidor conservador, que busca uma aplicação em imóvel com um padrão de rendimento mais estável e previsível, tal como o aluguel.

O investidor de fundos destinados à implantação de projetos, nos moldes do Anhembi, aceita o risco da construção do imóvel e da contratação dos locatários. É um investidor geralmente mais qualificado, com melhor capacidade de análise dos empreendimentos e que, ao aplicar nesse tipo de FII, busca o maior retorno decorrente da valorização do empreendimento através da revenda de suas quotas aos investidores que preferem empreendimentos já gerando renda.

Em termos de mercado para negociação das quotas de FIIs, registre-se que, nos Estados Unidos, essas operações normalmente são realizadas em bolsas de valores e, como apresentado na Tabela A.1 do Anexo, existiam 176 fundos listados em dezembro de 2002. Mas, no Brasil, somente ao final de 2002 iniciou-se a listagem de fundos em bolsas, sendo que atualmente há dois FIIs listados¹¹ junto à Soma, pertencente à Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa), e um listado¹² junto à própria Bovespa. Mas somente um atualmente apresenta negociações diárias junto à Soma. Essa diferença desfavorece essa indústria no país e, certamente, está ligada à percepção do investidor brasileiro quanto ao mercado de capitais como um todo e não somente aos FIIs.

11 *Fundos de Investimentos Imobiliários Torre Norte e Edifício Almirante Barroso.*

12 *Fundo de Investimento Imobiliário Europar.*

No que diz respeito ao mercado de capitais brasileiro, em que se incluem os investimentos em FIIs, entendemos que enfrenta um certo descrédito por parte dos investidores. As razões para isso podem ser encontradas nos seguintes fatores: instabilidade e incerteza do longo período inflacionário, com sucessivas mudanças de regras políticas, econômicas e contratuais; altas taxas de juros, que tornam o investimento em renda variável, como o FII, mais arriscado e de menor liquidez, face ao retorno e à liquidez diária oferecidos pelos investimentos em renda fixa, tais como os títulos do governo; e falta de confiança nos agentes do mercado, sobre os quais pesam, na mentalidade de muitos, a visão de algo complexo e manipulado por poucos. Para o investidor mais conservador fica a sensação que o imóvel é algo que só depende dele, que aluga ou vende conforme seu interesse e para o qual, diante da demanda pela casa própria e da tradição do investimento em imóvel, sempre haverá interessados por sua propriedade, embora muitas vezes isso leve algum tempo para se materializar.

Por fim, ressaltamos uma outra diferença significativa entre os mercados brasileiro e norte-americano: enquanto nos Estados Unidos os Reit, em geral, investem numa carteira de projetos, diversificando o risco de segmento de atuação e de localização, no Brasil a aplicação dos FIIs tem-se realizado somente em um empreendimento. Isso pode ser devido ao fato de essa diversificação envolver a mobilização de um maior volume de recursos financeiros e a avaliação de vários empreendimentos, o que pode ser visto como um risco e uma dificuldade a mais para a colocação de um produto novo, num mercado certamente mais conservador. Acreditamos que essa diferença seja consequência dos diferentes tempos de existência dos Reit e dos FIIs, da evolução dos investidores e da diversificação, que é parte do desenvolvimento natural do mercado.

6. Uma Justificativa para a Atuação do BNDES em Fundos de Investimentos Imobiliários

O BNDES é uma empresa pública federal que tem como objetivo financiar, a longo prazo, os empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país e para o aperfeiçoamento do mercado de capitais brasileiro (Decreto 4.418, de 11.10.02). Para isso, enfatiza o apoio aos investimentos nos setores intensivos na geração de empregos e busca apoiar o desenvolvimento e a implementação de novos produtos que possam atrair recursos (humanos e financeiros) para o fortalecimento do mercado de capitais.

O macrossetor da construção civil é composto pela construção civil propriamente dita e por todas as atividades industriais e de serviços a ela ligadas. Representando 19,26% do total da renda gerada em território nacional, emprega diretamente em torno de 5,5 milhões de trabalhadores, cerca de 9% do total do pessoal ocupado na economia brasileira, sendo que um grande contingente apresenta baixa qualificação. Para uma comparação sobre a sua importância, cada R\$ 1 milhão aplicados na sua produção geram 65 empregos (diretos, indiretos e induzidos) na economia, enquanto no setor de automóveis, caminhões e ônibus são gerados 47 novos postos de trabalho.¹³

Os empreendimentos desenvolvidos com recursos dos FIIs são dedicados, como já comentado, aos segmentos de comércio e serviços, que setorialmente são os grandes geradores de emprego em todo o mundo. Até o momento, o único envolvimento efetivo do BNDES nesse setor foi através da aceitação de caução de quotas de FIIs como garantia de um financiamento concedido, em 1998, às três empresas investidoras do Shopping Pátio Moinhos de Vento e Hotel Sheraton Porto Alegre, para integralização de subscrição de cotas do FII proprietário do empreendimento.

Mais recentemente, alguns estudos, não concluídos, foram realizados com o objetivo de avaliar e detalhar a conveniência de um conjunto de proposições a serem colocadas em prática pelo BNDES, para o caso de se decidir pelo investimento em empreendimentos de base imobiliária, mediante a aquisição de quotas de FIIs. Vale registrar, ainda, que o Banco é o grande financiador do investimento brasileiro a longo prazo, contando, conforme seu balanço consolidado de 2002, com ativos de R\$ 151 bilhões e tendo desembolsado, naquele ano, R\$ 38,2 bilhões (cf. www.bndes.gov.br). No mesmo ano, conforme a Tabela A.2 do Anexo, o total de ativos dos fundos de pensão brasileiros era de R\$ 168,5 bilhões.

Portanto, pensar a participação do BNDES nesse segmento é associar a sua missão de banco de fomento – em prol do desenvolvimento e da geração de emprego e renda no país – e o seu poder de alavancar recursos para o investimento ao crescimento da renda nacional e à introdução de novos produtos no mercado de capitais, contribuindo para maior profissionalização da gestão dos empreendimentos, atração de mais recursos para financiar o crescimento econômico e maior circulação de títulos com lastro imobiliário, atendendo aos seus objetivos sociais e buscando a melhoria de sua rentabilidade.

13 *Estudo Matriz Insumo-Produto do Macrossetor da Construção (2002), da Fundação Getúlio Vargas, contratado pela Câmara Brasileira da Construção Civil (CBIC), citado em apresentação preparada por Brazilian Mortgages.*

7. Conclusão

Como visto, o FII é um instrumento concebido e desenvolvido sob regras bem definidas e sob a supervisão de órgãos reguladores do mercado de capitais, o que permite maior transparência, pode contribuir para a melhoria da gestão dos investimentos imobiliários e assegura maior proteção aos investidores de imóveis do que a forma tradicionalmente praticada.

O investimento imobiliário é da maior importância para o crescimento da renda e do emprego no país, na medida em que promove a indústria da construção civil, os setores correlatos e, com os empreendimentos prontos nos segmentos aqui abordados (*shopping centers*, hotéis, hospitais, galpões industriais e de armazenagem, edificações para escritórios e afins), a atividade dos setores de comércio e serviços, que são, cada vez mais, os maiores geradores de emprego no mundo.

Os fundos de pensão e o BNDES, maiores provedores de recursos de longo prazo da economia nacional, estão estreitamente ligados a três aspectos principais: investimento; geração de emprego e renda; e desenvolvimento do mercado de capitais, que, cabe ressaltar, é de grande importância para o aumento do financiamento de longo prazo e da circulação de títulos, bem como para a melhoria dos padrões de profissionalização, gestão e transparência dos empreendimentos.

No estágio atual, a principal preocupação da indústria de FIIs é desenvolver um mercado organizado, na Soma e na Bovespa, de tal modo que haja quotas em circulação em volume capaz de gerar liquidez para os investidores desejosos de vender suas posições e atrair novos investidores para o setor, sejam eles institucionais ou não-institucionais. A superação da atual fase de poucos negócios, falta de informações e prevalência de negócios secundários realizados no mercado de balcão não organizado, nas corretoras, distribuidoras e bancos, certamente reduzirá fragilidades percebidas nesse investimento no mercado brasileiro.

Não obstante a regulamentação do país buscar a segurança dos investimentos, de uma forma geral, e do investidor, em particular o pequeno e o médio, a eliminação das restrições impostas pelo CMN aos fundos de pensão com relação à limitação de seus investimentos em imóveis, através da Resolução 2.829/2001, na qual se incluem os investimentos de renda variável em FIIs que são levados a varejo, e aquelas da Instrução 205, da CVM, ao investimento de um FII em quotas de outros FIIs ou à constituição de

fundos de fundos, poderia abrir caminhos na direção do crescimento e da diversificação dos investimentos dessa natureza, com maior transparência das operações.

Consideramos, a partir de contatos com empreendedores e agentes do mercado e de projetos apresentados ao BNDES, que o FII é um instrumento que a instituição pode e deve utilizar, tendo em conta o seu papel de um dos principais financiadores dos investimentos de longo prazo e sua contribuição para a geração de emprego e renda e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Sua participação torna-se mais necessária ainda na fase atual, diante da impossibilidade de atuação mais expressiva dos fundos de pensão. Adicione-se a isso o fato de a participação do BNDES, pela qualidade de suas análises, conferir uma espécie de selo de garantia aos investimentos por ele financiados, aumentando a sua capacidade de mobilização de recursos, o comprometimento com a transparência e a melhor governança dos empreendimentos.

8. Propostas

Conforme vimos, o FII é um produto financeiro flexível, admitindo novos usos e a ampliação da sua forma de comercialização e de participação no mercado de capitais e possibilitando o aumento dos financiamentos aos empreendimentos imobiliários. As propostas apresentadas a seguir são coerentes com essa visão:

- diferenciação de exigências pela CVM na apresentação dos fundos, conforme os tipos de investidores: qualificados, admitindo-se a possibilidade de maior concentração de investidores; e de varejo, exigindo-se maior pulverização;
- consideração de novas exigências no caso de fundos para varejo, com vistas a garantir melhores condições de liquidez, tais como:
 - patrimônio superior a R\$ 50 milhões;
 - número mínimo de quotistas (100);
 - estabelecimento de norma que favoreça a desconcentração de participações dos quotistas do FII; e
 - compromisso contratual dos empreendedores de que os fundos serão listados em mercado, junto à Soma ou à Bovespa;

- permissão para que o administrador adquira até 10% das quotas do FII, disponibilizando um fundo de liquidez, e torne-se um *market maker*;¹⁴
- divulgação sistemática dos negócios realizados no mercado de balcão não organizado, na forma preconizada pela Instrução CVM 42, de 28.02.85, o que assegura maior transparência das informações sobre as operações realizadas nesse mercado;
- alteração da Resolução 2.829/2001, do CMN, para que os investimentos dos fundos de pensão em FIIs de varejo sejam equiparados aos realizados em renda variável, e não em imóveis, como ocorre atualmente;
- compromisso contratual de recompra pelos empreendedores das quotas nos lançamentos no varejo, a um prazo longo e determinado, pelo menos nessa fase de desenvolvimento dos FIIs;
- estudo dos seguintes aspectos pelo BNDES:
 - utilização desse tipo de investimento em suas operações, haja vista a sua relevância em termos de geração de emprego e renda no país, bem como sua contribuição para o desenvolvimento do mercado de capitais;
 - participação em subscrição somente em FIIs voltados para o financiamento à implantação ou expansão dos empreendimentos, de acordo com a sua missão;
 - aplicação em FIIs que tenham participação majoritária no empreendimento, de forma a assegurar o controle da execução do projeto;
 - utilização de condições contratuais que assegurem ao BNDES mecanismos de saída do FII, a prazos compatíveis com suas políticas operacionais;
 - exigência de compromisso contratual dos empreendedores de que os fundos serão listados em mercado, junto à Soma ou à Bovespa;
 - celebração de contrato, entre o BNDES e os empreendedores, estabelecendo prazo e condições para a realização de colocação pública das quotas do FII; e
 - desinvestimento das quotas de participação do BNDES, preferencialmente mediante a venda em mercado;

14 Isso está em discussão na nova instrução da CVM que substituirá a 205.

- estudo da alternativa de uso do FII com o objetivo de explorar concessões, como uma nova forma de financiar empreendimentos com prazo determinado; e
- maior exploração da alternativa de fundo com prazo determinado, tal como citado acima.

Anexo

TABELA A.1

Reit: Quantidade e Valor de Mercado nos Estados Unidos – 1971/2002

(Em US\$ Milhões)

ANO	NÚMERO DE REIT	VALOR DE MERCADO
1971	34	1.494,3
1972	46	1.880,9
1973	53	1.393,5
1974	53	712,4
1975	46	899,7
1976	62	1.308,0
1977	69	1.528,1
1978	71	1.412,4
1979	71	1.754,0
1980	75	2.298,6
1981	76	2.438,9
1982	66	3.298,6
1983	59	4.257,2
1984	59	5.085,3
1985	82	7.674,0
1986	96	9.923,6
1987	110	9.702,4
1988	117	11.435,2
1989	120	11.662,2
1990	119	8.737,1
1991	138	12.968,2
1992	142	15.912,0
1993	189	32.158,7
1994	226	44.306,0
1995	219	57.541,3
1996	199	88.776,3
1997	211	140.533,8
1998	210	138.301,4
1999	203	124.261,9
2000	189	138.715,4
2001	182	154.898,6
2002	176	161.937,3

Fonte: www.nareit.com.br.

TABELA A.2

Distribuição dos Investimentos dos Fundos de Pensão no Brasil – 1994/2002

(Em R\$ Bilhões)

ITEM	1994	%	1995	%	1996	%	1997	%	1998	%	1999	%	2000	%	2001	%	2002	%
Ações	18,2	39,1	16,9	29,5	22,2	30,9	24,7	28,5	17,5	19,2	30,3	26,3	30,7	23,6	28,6	18,5	26,7	15,8
Renda Variável	n.d.		n.d.		1,8	2,6	9,3	10,7	9,2	10,2	14,1	12,2	14,9	11,4	16,2	10,5	20,1	11,9
Renda Fixa	5,8	12,4	6,8	11,9	12,1	16,8	16,7	19,3	20,6	22,8	36,4	31,6	47,7	36,7	62,4	40,4	69,1	41,1
Títulos Públicos	1,8	3,8	2,6	4,4	4,1	5,7	3,2	3,7	5,9	6,5	7,3	6,3	8,6	6,6	17,5	11,3	22,5	13,3
Depósitos a Prazo	5,3	11,5	8,4	14,6	6,9	9,6	6,6	7,6	8,8	9,7	5,3	4,6	4,1	3,2	4,8	3,1	3,8	2,3
Imóveis	6,7	14,4	8,5	14,9	9,2	12,9	9,0	10,4	9,7	10,7	10,1	8,8	10,5	8,0	10,6	6,8	11,3	6,7
Outros ^a	8,7	18,8	14,3	27,7	15,4	21,5	17,4	19,8	19,1	20,9	11,6	10,2	13,6	10,5	14,5	9,4	15,0	8,9
Total	46,5	100,0	57,5	100,0	71,7	100,0	86,9	100,0	90,8	100,0	115,1	100,0	130,1	100,0	154,6	100,0	168,5	100,0

Fonte: www.abrapp.org.br.^aInclui empréstimos a participantes, financiamento imobiliário, debêntures, operações com patrocinadoras e outros.

TABELA A.3

Cadastro do Patrimônio Líquido de Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil

Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	DATA DE CONSTITUIÇÃO	DATA DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	VALOR DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	NÚMERO DE COTAS
1	Aldeia do Vale Fundo de Investimento Imobiliário	03.11.97	28.02.03	6.429.378,87	1.000.000
2	Fundo Alphaville de Investimento Imobiliário	10.11.97	28.02.03	27.382.929,94	1.200.000
3	Fundo Brasília Machado de Investimento Imobiliário	18.08.97	28.02.03	13.715.856,88	14.000.000
4	Fundo Campinas de Investimento Imobiliário	07.05.97	28.02.03	2.500.000,00	2.500.000
5	Fundo Financial Center de Investimento Imobiliário	23.12.99	31.03.03	26.751.523,10	36.782.499
6	Fundo Fortaleza de Investimento Imobiliário	26.12.96	28.02.03	40.700.902,35	500.000
7	Fundo de Investimento Imobiliário ABC Plaza Shopping	15.05.96	28.02.03	54.080.637,40	40.000.000
8	Fundo de Investimento Imobiliário Banco BBM Barra Fir.	23.09.99	31.03.03	2.754.803,16	375
9	Fundo de Investimento Imobiliário C&D Estação Plaza Show	12.08.96	28.02.03	7.972.816,10	73.540
10	Fundo de Investimento Imobiliário Centro Têxtil Internacional	01.08.95	28.02.03	44.022.942,43	35.885.118
11	Fundo de Investimento Imobiliário Concal-Banco BBM Emp. Jardim Botânico	02.05.97	31.03.03	160.178,67	180
12	Fundo de Investimento Imobiliário Continental Square Faria Lima	09.11.00	31.03.03	71.266.210,20	69.033.500
13	Fundo de Investimento Imobiliário CR2 Laranjeiras	04.03.02	31.03.03	344.022,35	10.039
14	Fundo de Investimento Imobiliário CR2 RJZ I	12.06.00	31.03.03	1.371.394,91	2.880
15	Fundo de Investimento Imobiliário CR2 RJZ II	04.03.02	31.03.03	854.680,42	38.400
16	Fundo de Investimento Imobiliário CR2 RJZ III	19.04.01	31.03.03	3.082.254,45	42.000
17	Fundo de Investimento Imobiliário Edifício Almirante Barroso	06.03.03	17.03.03	104.800.000,00	104.800
18	Fundo de Investimento Imobiliário Europar	03.12.02	28.02.03	43.750.774,04	440.000
19	Fundo de Investimento Imobiliário Fashion Mall	03.10.02	28.02.03	10.927.870,65	110.000
20	Fundo de Investimento Imobiliário Fator-Rio Office	27.04.98	31.12.02	81.251.437,82	127.671
21	Fundo de Investimento Imobiliário Gafisa Banco BBM	02.10.96	31.03.03	317.797,12	170
22	Fundo de Investimento Imobiliário Gafisa Banco BBM Bay View Residencial Service	31.07.97	31.03.03	1.809.725,87	840

(continua)

Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	DATA DE CONSTITUIÇÃO	DATA DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	VALOR DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	NÚMERO DE COTAS
23	Fundo de Investimento Imobiliário Gafisa Banco BBM Interativeflat	31.07.97	31.03.03	931.521,65	500
24	Fundo de Investimento Imobiliário Geo Guararapes	14.07.97	31.03.03	14.107.153,70	12.583.000
25	Fundo de Investimento Imobiliário Hermes	14.07.97	28.02.03	51.395.409,74	54.316
26	Fundo de Investimento Imobiliário Hospital da Criança	02.10.00	28.02.03	18.644.301,76	200.000
27	Fundo de Investimento Imobiliário Logus	25.09.96	31.03.03	4.809.460,91	5.750.000
28	Fundo de Investimento Imobiliário Manhattan	12.11.96	28.02.03	17.947.160,19	106.700
29	Fundo de Investimento Imobiliário Memorial Office	06.11.96	31.03.03	49.750.625,09	508.008
30	Fundo de Investimento Imobiliário Mistral	20.12.96	28.02.03	36.724.586,29	8.250.000
31	Fundo de Investimento Imobiliário Modal I	27.05.97	31.03.03	8.531.970,37	6.000
32	Fundo de Investimento Imobiliário Nova Morada	18.01.00	28.02.03	45.940.064,86	66.100
33	Fundo de Investimento Imobiliário Originador BB	23.12.02	28.02.03	46.162,19	115.000
34	Fundo de Investimento Imobiliário Panamby	14.03.95	31.03.03	178.207.692,84	758.400
35	Fundo de Investimento Imobiliário Pateo Moinhos de Vento	07.03.97	28.02.03	64.145.478,38	213.607
36	Fundo de Investimento Imobiliário Paulo Octavio	10.05.01	28.02.03	15.049.016,57	17.698.472
37	Fundo de Investimento Imobiliário Projeto Água Branca	18.06.99	31.03.03	89.501.848,07	750.000
38	Fundo de Investimento Imobiliário Property	19.02.97	28.02.03	0,00	54.000
39	Fundo de Investimento Imobiliário Rio Atlântica Hotel	19.08.02	28.02.03	4.586.768,30	48.000
40	Fundo de Investimento Imobiliário Rio Bravo	30.05.00	25.03.03	137.376,68	77.000
41	Fundo de Investimento Imobiliário River Shopping	26.04.96	28.02.03	4.223.840,05	17.465.039
42	Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Guarará	24.02.95	28.02.03	10.177.718,62	6.932.660
43	Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis	07.12.99	28.02.03	37.050.075,37	400.000
44	Fundo de Investimento Imobiliário Superquadra 311 NO	18.09.98	28.02.03	44.439.904,77	279.872
45	Fundo de Investimento Imobiliário Time Center	12.08.98	31.03.03	216.390,28	8.998
46	Fundo de Investimento Imobiliário Torre Norte	02.10.01	28.02.03	371.843.425,02	3.935.562
47	Fundo de Investimento Imobiliário Trade Center	07.10.96	31.03.03	84.778.803,00	42.632
48	Fundo de Investimento Imobiliário Tropical	09.10.96	28.02.03	15.829.126,45	20.041.000
49	Fundo de Investimento Imobiliário Via Parque Shopping	06.11.95	31.05.02	30.713.764,10	773.564
50	Fundo de Investimento Imobiliário Ville de France	16.09.96	28.02.03	12.762.437,80	1.200
51	Fundo JK de Investimento Imobiliário	16.09.97	28.02.03	25.061.697,90	26.218.723
52	Fundo Maxxi-1 de Investimento Imobiliário	25.07.97	31.03.03	148.287,60	20.000.000
53	Fundo Sigma de Investimento Imobiliário	09.10.96	28.02.03	9.720.828,14	80.000
54	FP F Andrômeda Fundo de Investimento Imobiliário	12.11.01	28.02.03	9.714.966,65	102.000
55	FP F Andrômeda II Fundo de Investimento Imobiliário	24.10.02	31.03.03	8.376.630,04	83.685
56	Guanabara Fundo de Investimento Imobiliário	04.07.96	28.02.03	6.136.725,07	3.000
57	Lagra Fundo de Investimento Imobiliário	12.08.96	31.03.03	83.878.404,24	48.301
58	Loginvest Fundo de Investimento Imobiliário Industrial	10.06.98	28.02.03	24.378.466,48	17.100
59	Minas Industrial Fundo de Investimento Imobiliário	31.08.95	28.02.03	68.001.490,74	5.301.000
60	Patrimônio Fundo de Investimento Imobiliário	19.03.02	31.03.03	27.953,98	8.221.758
61	SC Fundo de Investimento Imobiliário	22.12.95	28.02.03	21.205.508,84	14.475
62	SCP Fundo de Investimento Imobiliário	03.01.97	31.03.03	6.059.823,88	42.000
Total		-	-	2.021.451.003,34	-

Fonte: www.cvm.gov.br (18.04.03).

TABELA A.4

Fundos de Investimento Imobiliário Pulverizados no Brasil

	FUNDO						
	JK Financial Center	Shopping Pátio Higienópolis	Hospital da Criança	Sudameris	Continental Square	Água Branca	Torre Norte
Data	Ago. 1999	Out. 1999	Out. 2000	Fev. 2001	Mar. 2001	Jun. 2001	Out. 2001
Emissão	Primária	Primária	Primária	Primária	Secundária	Secundária	Primária
R\$ Mil	70.000,00	40.000,00	20.000,00	61.000,00	48.638,51	37.920,00	64.067,00
Cotas Mil	100.000	400	200	50	45.700	237	640
Preço por Cota (R\$)	0,7	100	100	1.220,00	1,06	160	100
Vendido (R\$ Mil)	30.000,00	40.000,00	20.000,00	61.000,00	45.737,00	12.000,00	40.000,00
Saldo (R\$ Mil)	40.000,00	não há	não há	não há	2.901,51	25.920,00	24.067,00
Renda Oferecida							
%	12% a.a.	1,25% a.m.	1,25% a.m.	1% a.m.	12% a.a.	1,25% a.m.	–
Prazo	2 anos	3 anos	20 anos	10 anos	2 anos	3 anos	–
Lote Mínimo (R\$)	70.000,00	10.000,00	5.000,00	50.000,00	29.000,00	8.000,00	50.000,00
Custos							
Colocação	3%	3%	3%	–	3,20%	3%	3%
Taxa de Administração	0,045% sobre o Patrimônio	2% sobre a Receita	2% sobre a Receita	0,4% sobre o Patrimônio	4% sobre a Receita	5% sobre a Receita	4,5% sobre a Receita

(continua)

	FUNDO					
	Europar	Rio Atlântica Hotel	Torre Norte	Fashion Mall	Edifício Almirante Barroso	Originador Banco do Brasil
Data	Abr. 2002	Ago. 2002	Ago. 2002	Out. 2002	Nov. 2002	Dez. 2002
Emissão	Primária	Primária	Primária	Primária	Primária	Primária
R\$ Mil	44.000,00	42.600	316.309,00	55.158,00	104.800,00	152.600
Cotas Mil	440	426	3.295	552	104,8	1.526.000,00
Preço por Cota (R\$)	100	100	96	100	1.000	1
Vendido (R\$ Mil)	0	2.579	^b	6.000	104.800	–
Saldo (R\$ Mil)	44.000,00	40.021	não há	49.158,00	não há	152.600,00
Renda Oferecida						
%	1% a.m. ^a	1,25% a.m.	–	1% a.m.	–	–
Prazo	–	–	–	–	–	–
Lote Mínimo (R\$)	10.000,00	–	–	–	1.000,00	–
Custos						
Colocação	–	3%	–	3%	–	–
Taxa de Administração	2% sobre a Receita	0,30%	4,5% sobre a Receita	–	4% sobre a Receita	^c

Fonte: www.fundoimobiliario.com.br (22.04.03).^a Remuneração líquida de despesas, antes do imposto de renda, estimada no Estudo de Viabilidade Econômica, que faz parte do prospecto.^b Totalmente integralizado pelo proprietário da participação equivalente no empreendimento.^c 0,059% do patrimônio líquido do FII até R\$ 100 milhões + 0,024% do patrimônio líquido.

TABELA A.5

Resumo de Negociação com as Quotas do Fundo de Investimento Imobiliário Edifício Almirante Barroso

DATA	QUANTI- DADE DE QUOTAS NEGO- CIADAS	NÚME- RO DE NEGÓ- CIOS	VOLUME FINANCEIRO (R\$)	PREÇO DE FECHA- MENTO	OFERTA DE COMPRA	NÚMERO DE OFERTA DE COMPRA	OFERTA DE VENDA	NÚMERO DE OFERTA DE VENDA
10.04.03	114	2	114.242,00	1.003,00	-	2	1.050,00	6
11.04.03	147	3	147.492,45	1.003,35	1.000,00	4	1.005,00	20
14.04.03	78	2	78.234,00	1.003,00	1.000,00	3	1.005,00	20
15.04.03	166	5	166.664,00	1.004,00	1.003,00	4	1.005,00	21
16.04.03	104	7	104.520,00	1.005,00	-	3	1.005,00	21
17.04.03	230	6	231.150,00	1.005,00	-	2	1.005,00	19
22.04.03	80	5	80.400,00	1.005,00	1.004,50	4	1.006,00	13
23.04.03	219	4	220.314,00	1.006,00	-	1	1.008,00	15
24.04.03	72	6	72.360,00	1.005,00	1.005,00	5	1.007,00	15
25.04.03	123	5	123.615,00	1.005,00	-	3	1.007,00	16
28.04.03	105	7	105.577,50	1.005,50	1.000,00	5	1.007,00	16
29.04.03	250	5	251.375,00	1.005,50	-	1	1.005,50	17
30.04.03	150	4	150.825,00	1.005,50	1.005,00	2	1.005,50	16
02.05.03	56	2	56.112,00	1.002,00	-	1	1.005,50	12
05.05.03	142	4	142.284,00	1.002,00	1.000,00	5	1.003,00	13
06.05.03	20	2	20.040,00	1.002,00	-	1	1.003,00	16
07.05.03	175	6	175.525,00	1.003,00	-	2	1.004,00	18
08.05.03	90	3	90.180,00	1.002,00	-	1	1.004,00	15
09.05.03	91	4	91.273,00	1.003,00	1.000,00	2	1.004,00	18
12.05.03	105	5	105.315,00	1.003,00	-	2	1.005,00	14
13.05.03	73	3	73.219,00	1.003,00	-	1	1.005,00	12
14.05.03	1.010	6	1.015.555,00	1.005,50	1.003,00	3	1.006,00	13
15.05.03	87	3	87.261,00	1.003,00	-	1	1.004,00	15
16.05.03	186	5	186.744,00	1.004,00	-	4	1.005,00	13
19.05.03	69	5	69.276,00	1.004,00	-	4	1.004,00	11
20.05.03	101	4	101.404,00	1.004,00	1.003,00	2	1.005,00	16
21.05.03	200	6	201.000,00	1.005,00	-	2	1.005,00	16
22.05.03	263	4	263.789,00	1.003,00	-	3	1.003,80	16
23.05.03	150	5	150.750,00	1.005,00	1.004,00	2	1.005,00	16
26.05.03	155	3	155.620,00	1.004,00	-	1	1.005,00	14
27.05.03	269	4	269.807,00	1.003,00	-	3	1.005,00	14
28.05.03	199	6	199.796,00	1.004,00	-	4	1.005,00	16
Total	5.279	141	5.301.818,95			83		493
Média Diária	165	4	165.681,84					

Fonte: www.somativos.com.br (30.05.03).

TABELA A.6

Rentabilidade Bruta Mensal

(Em %)

MÊS DE REFERÊNCIA	FII PÁTIO HIGIENÓPOLIS	FII HOSPITAL DA CRIANÇA	FII ÁGUA BRANCA	EUROPAR	POUPANÇA	FUNDO DI
1999 – Dez.	1,35	–	–	–	0,80	1,49
2000 – Jan.	1,25	–	–	–	0,72	1,35
Fev.	1,25	–	–	–	0,73	1,34
Mar.	1,25	–	–	–	0,73	1,34
Abr.	1,25	–	–	–	0,63	1,19
Maio	1,25	–	–	–	0,75	1,38
Jun.	1,25	–	–	–	0,72	1,28
Jul.	1,25	–	–	–	0,63	1,20
Ago.	1,25	–	–	–	0,70	1,29
Set.	1,25	1,25	–	–	0,60	1,12
Out.	1,25	1,25	–	–	0,63	1,17
Nov.	1,25	1,25	–	–	0,62	1,11
Dez.	1,75	1,25	–	–	0,60	1,08
2001 – Jan.	1,31	1,25	–	–	0,64	1,16
Fev.	1,25	1,25	–	–	0,54	0,92
Mar.	1,25	1,25	–	–	0,67	1,13
Abr.	1,25	1,25	–	–	0,66	1,08
Maio	1,25	1,25	–	–	0,68	1,23
Jun.	1,25	1,25	1,25	–	0,65	1,17
Jul.	1,25	1,25	1,25	–	0,75	1,39
Ago.	1,25	1,25	1,25	–	0,85	1,48
Set.	1,25	1,25	1,25	–	0,66	1,22
Out.	1,25	1,30	1,25	–	0,79	1,43
Nov.	1,25	1,30	1,25	–	0,69	1,27
Dez.	1,75	1,30	1,25	–	0,70	1,28
2002 – Jan.	1,25	1,30	1,25	–	0,76	1,41
Fev.	1,25	1,30	1,25	–	0,62	1,14
Mar.	1,25	1,30	1,25	–	0,68	1,26
Abr.	1,25	1,30	1,25	–	0,74	1,36
Maio	1,25	1,30	1,25	–	0,71	1,27
Jun.	1,25	1,30	1,25	–	0,66	1,14
Jul.	1,25	1,30	1,25	–	0,77	1,39
Ago.	1,25	1,30	1,25	–	0,75	1,32
Set.	1,25	1,30	1,25	–	0,70	1,27
Out.	1,25	1,44	1,25	–	0,78	1,52
Nov.	1,25	1,48	1,25	–	0,77	1,43
Dez.	1,25	1,48	1,25	–	0,86	1,59
2003 – Jan.	2,08	1,48	1,25	–	0,99	1,82
Fev.	1,25	1,48	1,25	1,04	0,91	1,99
Média	1,301	1,307	1,25	1,04	0,714	1,308

Fonte: www.coinvalores.com.br.

Referências Bibliográficas

- BONOMI, C. A., MALVASSI, O. *Project finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos*. São Paulo: Atlas, 2002.
- BRUEGGEMAN, W. B., FISHER, J. D. *Real estate finance and investments*. 10^a ed.; Ed. Mac Graw-Hill, 1997.
- Decreto nº 4.418, de 11 de outubro de 2002.
- FORTUNA, E. *Mercado financeiro, produtos e serviços*. 15^a ed.; Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2002.
- Instrução CVM nº 42, de 28 de fevereiro de 1985.
- Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994.
- Instrução CVM nº 206, de 14 de janeiro de 1994.
- Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.
- Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999.
- LIMA JR., João da Rocha. *Fundos de investimento imobiliário e títulos de investimento de base imobiliária*. São Paulo: Epusp, 1994.
- _____. *Fundos de investimento imobiliário e real estate investment trusts*. São Paulo: Epusp, ago. 2001.
- MENNOCCHI, R. C. *Fundo de investimento imobiliário*. Trabalho de graduação interdisciplinar. São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2001.
- Resolução nº 2.720 do Conselho Monetário Nacional, de 24 de abril de 2000.
- Resolução nº 2.829 do Conselho Monetário Nacional, de 29 de março de 2001.

Periódicos

- Exame*, 30 de outubro de 2002.
- Gazeta Mercantil*, diversos números.
- Jornal do Brasil*, 17 de novembro de 2002.

O Globo, diversos números.

Shopping Centers, informativo e carta mensal da Associação Brasileira de Shopping Centers (Abrasce), fevereiro e março de 2003.

The Economist, 30 de março de 2002.

Valor Econômico, diversos números.

Sites

www.bndes.gov.br

www.brazilianmortgages.com.br

www.brazilrealty.com.br

www.coinvalores.com.br

www.cvm.gov.br

www.fundoimobiliario.com.br

www.investopedia.com

www.ipdci.org.br

www.kmx.com.br

www.nareit.com

www.realestate.br

www.ricci.com.br

www.somativos.com.br

