

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS  
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM FINANÇAS**

**PEDRO KOPSTEIN**

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL**

**Porto Alegre**

**2006**

**PEDRO KOPSTEIN**

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL**

Trabalho de conclusão de curso como requisito à obtenção de grau no curso de Pós-graduação em finanças da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Prof. Orientador: Dr. Oscar Claudino Galli

Porto Alegre

2006

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	4
<b>1 A ORIGEM DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO</b> .....	6
<b>2 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL</b> .....	7
2.1 DEFINIÇÃO DO MODO DE OPERAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO .....	10
2.2 VANTAGENS DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS .....	12
2.3 FATORES DE RISCO .....	14
2.4 POLÍTICA DE INVESTIMENTO .....	15
2.5 A FORMAÇÃO DA CARTEIRA DO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO .....	17
<b>3 A ESTRUTURA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIO</b> .....	20
3.1 A DISTRIBUIÇÃO DOS RESULTADOS .....	22
3.2 LIQUIDAÇÃO DO FUNDO: .....	23
<b>4 A DEPRECIAÇÃO NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS</b> .....	24
4.1 A ANÁLISE DE VALOR PARA O INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO .....	28
4.2 ANÁLISE DE RENTABILIDADES .....	30
<b>CONCLUSÃO</b> .....	35
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	39

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - FII Ed. Almirante Barroso .....	32
Tabela 2 - FII Torre Almirante .....	32
Tabela 3 - Fundo de RF longo prazo .....	33
Tabela 4 - Fundo de Renda Fixa longo prazo plus .....	33

## INTRODUÇÃO

O investimento em propriedade imobiliário é uma coisa tão antiga e arraigada à cultura do homem que fica até mesmo difícil delimitar quando foi esse início, apenas sempre se soube que o imóvel além de rentabilidade é segurança, bem de raiz, até mesmo símbolo de status. Existe até mesmo um ditado muito comum no sul do Brasil onde a colonização europeia é muito forte e, portanto sua cultura patrimonialista também que diz: “quem compra terra não erra quem vende se arrepende” hoje em dia o conceito terra está mais difundido englobando também o conceito mais amplo de imóvel.

Ao longo desse trabalho procurar-se-á analisar desde o conceito de investimento em imóveis, sempre focado no Fundo de Investimento Imobiliário, desde sua origem com os REITs nos Estados Unidos, até a sua implantação no Brasil, mostrando o contexto como se foi feita essa implantação e como foi legislado e regulamentado.

Importante também é tentar mostrar a forma de operação dos Fundos mostrando que os cotistas nunca são proprietários dos imóveis são detentores das cotas e o proprietário sim é o Fundo, do qual ele tem a sua participação. Essa participação é muito importante, pois será através dela que o cotista será remunerado.

Assim ao longo desse trabalho também procurar-se-á mostrar as vantagens de investir em um ativo tão sólido e seguro como o imóvel, assim como se mostrar as desvantagens e os riscos que esse investimento apresenta seja por problemas de liquidez, ou seja, por flutuações negativas que o mercado de imóveis muitas vezes atravessa.

A fim de que se consiga trazer embasamento ao trabalho, será utilizado também recurso comparativo de rentabilidades entre outros produtos de investimento e os Fundos de Investimento Imobiliário. Sendo assim possível comprovar a grande qualidade desse produto, assim como muitas vantagens exclusivas aos Fundos Imobiliários que são intrínsecas as características exclusivas dos imóveis e a forma como se percebe a rentabilidade desses ativos.

Aliado a isso se sabe que num país pobre como o Brasil o Fundo Imobiliário permitiu não só que investidores que antes nunca poderiam sonhar em alocar seus recursos em imóveis agora o fizessem, sem contar ainda o fato que se acredita ser de extrema importância que é com um aumento do investimento em imóveis na economia em grande parte auxiliado pelos Fundos de Investimento Imobiliário, tem a forte tendência de gerar um círculo virtuoso na economia<sup>1</sup>.

Na medida em que investido em imóveis aumentará o nível de atividade da construção civil, setor de fortíssima absorção de mão de obra, o que terá a tendência de gerar um círculo virtuoso na economia, pois aumentando emprego se aumenta renda, despesa, consumo, ou seja, o nível de eficiência da economia tenderá a se estabilizar num patamar mais elevado.

---

<sup>1</sup> CVM. **Caderno de Fundo de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/protiny/caderno6.asp](http://www.cvm.gov.br/port/protiny/caderno6.asp)>. Acesso em 04 de Junho de 2006, pg. 2.

## **1 A ORIGEM DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

Os Fundos de Investimento Imobiliário tiveram início nos Estados Unidos impulsionados pela cultura forte de investimento imobiliário daquele país, onde diversas pessoas pretendiam investir nesse setor sem ter de imobilizar quantias específicas para criar um determinado imóvel. Atualmente esses fundos são conhecidos como REIT's (Real Estate Investment Trust) englobando ativos na ordem de US\$ 300 bilhões somente no mercado americano, sendo divididos em 200 fundos que operam na bolsa de valores.

Desde sua criação esses fundos já passaram por vários momentos entre eles alguns de grande crise, onde devido a uma queda abrupta de liquidez do mercado financeiro fez com que os imóveis perdessem parte expressiva de valor. Esse fenômeno foi como um movimento inverso ao que ocorreu na década anterior, onde por elevado crescimento da economia houve uma forte valorização imobiliária formando uma bolha que seria a gênese da posterior crise. Essa crise teve uma duração de aproximadamente quatro anos de modo que no final da década de 1990 o mercado inverteu e começou uma recuperação forte nesse setor.

Dessa forma o governo americano criou uma série de regras e órgão reguladores para evitar essas crises e manter assim a liquidez no mercado, acredita-se que essa estrutura montada para evitar grandes crises assim como o grande sucesso obtido por esse novo mercado foi à mola propulsora para dar início no Brasil.

## 2 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

Os mercados Imobiliário e financeiro no Brasil caminharam juntos durante muitos anos, mas sempre relacionados sobre a ótica do financiamento. Tradicionalmente os bancos sempre foram ativos na concessão de empréstimos, seja para o construtor/incorporador, seja para o tomador final. Entretanto os bancos de investimento não tinham praticamente nenhuma relação com o setor imobiliário, por falta absoluta de interesse naqueles negócios. Dentro das grandes corporações financeiras brasileiras muitas vezes os diretores dos bancos de investimentos nem sequer conheciam o diretor de crédito imobiliário, assim, a expressão crédito estava sempre associada a imobiliário<sup>2</sup>.

Esse cenário começou a mudar, aos poucos foi se criando um grande interesse pelo mercado imobiliário, focados nos negócios ditos de base imobiliária, onde se analisa uma operação que depende de um imóvel específico para existir, como hotéis, shoppings centers entre outros. Na análise desse tipo de operação, procura-se muito mais que operar o quanto vale o imóvel é saber o quanto o negócio nele instalado pode gerar de resultado ao longo dos anos. Esse tipo de avaliação se baseia no estudo de fluxo de caixa provável que a operação vai gerar em longo prazo.

---

<sup>2</sup> MAIA, Francisco. **Fundo de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <<http://www.precisao.eng.br/fmnresp/fundo.htm>>. Acesso em 24 de Junho de 2006 pg 4.

Como alguns desses negócios mostravam rentabilidade bastante interessante, os investidores passaram a se interessar em mais do que financiar essas operações a participar dos resultados. Dessa forma o mercado financeiro passou a entender o negócio imobiliário não apenas como operação de renda fixa, mas também de renda variável. E assim a visão que era só de financiamento para as pessoas diretamente ligadas na operação passou a ser de investimento. Com isso já se pode ver o surgimento do chamado diretor de negócios imobiliários, que acumula ou não a área de crédito imobiliário.

Outro fato de acentuada relevância, é que se notou que o mercado ressentia de um instrumento que pudesse aliar a solidez do negócio imobiliário com a praticidade das operações mobiliárias. Sabe-se das extremas formalidades do mercado imobiliário, exigindo certidões, registros entre outras burocracias. Todavia os negócios mobiliários são rápidos, sem longos processos ou burocracias.

O principal ponto dos operadores do mercado mobiliário, é que como se justifica que o proprietário de um pequeno apartamento de, por exemplo, R\$ 30.000,00 para vendê-lo precisa de tantas formalidades e longas e demoradas certidões, quando a mesma pessoa pode fazer uma operação de compra ou venda de ações, por exemplo, de valor infinitamente superior apenas com uma ligação telefônica.

A solução então adotada no Brasil, não de uso exclusivo regional, mas sim utilizada em todo o mundo, são os Fundos de Investimento Imobiliário, esse é o instrumento ideal para captar sócios que queiram levar adiante investimentos de base imobiliária, nos moldes do REITs americanos que já foram abordados.

Anteriormente ainda à criação dos Fundos de Investimento Imobiliário, sabe-se que a maior finalidade da aplicação imobiliária é a que se destina a sua real

ocupação pelo seu proprietário. O uso residencial certamente é o mais comum de todos os usos, em função do eterno sonho da casa própria grande símbolo da estabilidade família.

Muito comum ainda é a simples aquisição de imóveis no intuito de valorização do referido como uma forma de especulação. Nessa circunstância o investidor que possui uma visão de médio e longo prazo busca não só uma rentabilidade superior a outros ativos, como também a segurança que esse tipo de investimento proporciona. Uma prática muito comum é a especulação em cima de terrenos em áreas que o investidor acredita ter potencial de desenvolvimento, o que se for comprovado a tese a rentabilidade desse empreendimento pode ser muito superior a qualquer outra forma de aplicação de dinheiro.

Esse interesse de aplicação em imóveis com retorno e segurança patrimonial, aliado ao perfil do investidor brasileiro (menor que muitas vezes não tem condições de integralizar toda a unidade) e ao sucesso desse produto em outros países que levaram à criação dos Fundos de Investimentos Imobiliários, assim como suas regulamentações.

São diversos os motivos que levaram o surgimento dos fundos de investimento imobiliário no Brasil, além do estímulo pela vitoriosa experiência americana, tiveram diversos fatores locais. Pode se salientar o fato de que o Brasil por ser um país pobre possui inúmeros pequenos de investidores que não têm os recursos suficientes para aplicar em empreendimentos dessa natureza, assim com esses fundos possibilitam o aporte de recursos menos expressivos<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> BELEZZA FILHO, Sérgio Domingues de Oliveira. **O Histórico dos Fundos de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <[http://www.fundoimobiliario.com.br/fii\\_mundo.htm](http://www.fundoimobiliario.com.br/fii_mundo.htm)>. Acesso em 03 de Junho de 2006 pg 3.

Os fundos passarão a reunir os recursos necessários de vários investidores distintos, para assim viabilizar o aporte em alguns empreendimentos. Assim esses fundos investem os recursos captados via mercado de valores mobiliários. Isso exerceu um papel também junto aos incorporadores que tiveram que trabalhar de forma mais transparente sendo submetidos a análises de especialistas e fiscalização de órgãos reguladores. Resultando dessa forma que esse mercado torna-se cada vez mais acessível e transparente, tornando o mercado da construção civil que sempre foi tido como obscuro e dominado por empresas familiares que operavam de forma não muito ortodoxa num mercado mais confiável e com um índice de credibilidade mais elevado.

Durante muito tempo o mercado da construção civil foi visto pelo público consumidor com maus olhos dados escândalos envolvendo desde pequenas até grandes empresas construtoras e incorporadoras. Onde muitas vezes os motivos dos infortúnios eram dúbios, pairando no ar a desconfiança se de fato era resultante de má administração ou envolvia fraudes e outras práticas ilícitas.

## 2.1 DEFINIÇÃO DO MODO DE OPERAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

O fundo de investimento imobiliário é a junção de recursos oriundos de diversos aplicadores, que são captados via mercado assim como nos outros fundos de investimento e são destinados em sua totalidade a investimentos em empreendimentos imobiliários. São sempre compostos na estrutura de um condomínio fechado, apresentando sempre um grande problema que é a liquidez,

pois os resgates não são permitidos até o encerramento do período de vigência do fundo<sup>4</sup>.

O fundo de investimento imobiliário tem por objetivo obter resultados através da locação, arrendamento ou alienação das unidades do empreendimento adquiridas pelo fundo, sendo sempre buscado locações de imóveis de elevada liquidez como de shopping centers e outros pontos comerciais de grande procura.

Esses rendimentos podem vir através das receitas de cobranças de valor correspondente a um percentual de lucro obtido pela empresa arrendatária, ou pelo pagamento de uma percentagem do valor total do imóvel arrendado. Se o objetivo do fundo for obter ganhos por meio da alienação dos imóveis adquiridos, o rendimento será resultado da venda dos referidos imóveis por meio de um spread entre esse preço de venda e o preço de aquisição das mesmas unidades.

A grande vantagem desse tipo de investimento é que qualquer pessoa pode investir nesse fundo, desde que possa alocar a quantia mínima de recursos nesse tipo de investimento, previamente determinados pelo fundo. Funcionando da seguinte forma, o investidor adquire cotas do fundo, que por sua vez irá adquirir imóveis em nome do próprio fundo, passando o cotista a receber os rendimentos que suas cotas lhe perfizerem.

O investidor, no entanto deve sempre ter em mente que esse é um tipo de investimento de prazo muito longo e de baixa liquidez, visando obter ganhos em transações imobiliárias que além de buscar maior rentabilidade que outros indicadores traz uma segurança que agrada a muitos investidores.

---

<sup>4</sup> FORTUNA Eduardo. **Mercado Financeiro**. 16 ed. Rio de Janeiro: Editora Qualitymark, 2005. pg 501

No tocante a questão tributária, o Fundo Imobiliário é isento de impostos, inclusive do imposto de renda, que só incide sobre as receitas financeiras obtidas com as aplicações do saldo de caixa do Fundo, que ainda são compensáveis no momento da distribuição dos resultados, e quando da distribuição de rendimentos ao cotista e no ganho de capital que este porventura obtiver na alienação de cotas. Atualmente há uma retenção de 20% exclusivamente na fonte para as distribuições e ganhos de capital. Entretanto para que o Fundo possa gozar desses benefícios a lei 9799/99 estabelece os seguintes requisitos:

- que o fundo distribua pelo menos a cada seis meses 95% de seus rendimentos a cotistas;
- que o fundo não invista em empreendimentos imobiliário que tenha como incorporador e, ou construtor ou sócio cotista que possua isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de 25% das cotas do fundo.

Ressalta-se ainda o caso do investidor estrangeiro, que será penalizado por IOF caso realize seu investimento em prazo menor que um ano.

## 2.2 VANTAGENS DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS

A) Acesso ao mercado imobiliário: O fundo de investimento imobiliário tem a vantagem de permitir que o investidor faça uma carteira composta de operações imobiliárias, onde na maioria das vezes pelos recursos envolvidos não seriam possíveis a investidores individuais. Gerando assim além da oportunidade de ser um investidor do ramo imobiliário, diversificar sua carteira dentro dessa atividade.

B) Ganhos de escala: Fazendo parte de um fundo de investimento imobiliário traz ao pequeno e médio investidor a condição de auferir vantagens que só são oferecidas aos grandes investidores, dado que se proporciona ao fundo uma elevada capacidade de negociação dada ao montante total de recursos. Ainda a vantagem que os custos de administração são diluídos por cotas na proporção da participação referente a cada um.

C) Diversificação: Esses fundos de investimento proporcionam uma oportunidade de diversificação de seu portfólio, pois os rendimentos estão atrelados ao desempenho do mercado imobiliário, tendo assim uma pequena correlação com outros mercados. Assim o investidor tem tanto às vantagens do mercado de valores mobiliários quanto às vantagens do mercado de imóveis.

D) Simplificação: O investidor não se preocupa com os trâmites pertinentes ao mercado imobiliário como escrituras, taxas e impostos, isso está englobado dentro da taxa de administração do fundo.

E) Possibilidade de realizar parte da posição: Diferente do caso onde o investidor compra um imóvel, no fundo é possível ele vender parte de suas cotas para pegar parte do dinheiro, podendo vender essas cotas no mercado secundário para receber o dinheiro, visto que não é possível resgatar diretamente com o administrador durante o transcurso do fundo, salvo pagando pesadas multas que visam coibir essa prática.

F) Distribuição de rendimentos: Existe no Brasil uma disposição legal que determina que os Fundos de Investimento Imobiliário distribuam no mínimo 95% de seu lucro que for eventualmente auferido pelo fundo.

G) A diferença entre aplicar diretamente em um Fundo de Investimento Imobiliário e num imóvel, é que os Fundos são isentos de IR e já possuem uma maior liquidez na maioria dos casos, já os investidores que vendem diretamente o imóvel pagam 27,5% de alíquota de IR. A incidência do imposto se dá no momento de venda das cotas na alíquota de 20%, existe ainda um projeto tramitando de lei para passar a alíquota para 15% no momento de venda das quotas<sup>5</sup>.

### 2.3 FATORES DE RISCO

Obviamente que como todo o investimento financeiro que visa superar indicadores do mercado tem riscos inerentes a sua operacionalidade entre esses riscos podemos citar como principais os que seguem.

A) Risco de mercado: os Fundos de investimento imobiliário, como qualquer outro fundo, podem ser afetados por riscos similares aos que ocorrem em outros fundos que operam em diferentes segmentos do mercado financeiro. Além disso, o fundo pode ser penalizado por estar com uma elevada exposição em uma operação que fique menos rentável, ou que uma determinada região que o fundo possui grande participação sofra uma forte desvalorização.

B) Taxa de ocupação imobiliária: Recessões econômicas podem ocasionar redução na taxa de ocupação dos imóveis e, ou queda nos seus valores praticados, gerando não só maior ociosidade na carteira como também a necessidade de se reestruturar os valores praticados de aluguel, reduzindo-os.

---

<sup>5</sup> BELEZZA FILHO, Sérgio Domingues de Oliveira. **Vantagens do Fundo de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br/vantagens.htm>>. Acesso em 14 de Junho de 2006 pg 5.

C) Risco de liquidez: Devido ao fato de os Fundos de Investimento Imobiliário se constituírem de condomínios fechados não sendo permitido o resgate de quotas a liquidez fica bastante prejudicada, a saída seria o mercado secundário. Entretanto como essa prática ainda é relativamente nova no Brasil e está pouco difundida, o interesse pela compra de quotas é relativamente pequeno dificultando assim esse outro mecanismo de liquidez.

Faculta-se ainda ao administrador a qualquer tempo declarar a suspensão de negociação dessas quotas nos períodos que antecederem as datas próximas à distribuição de rendimentos a cotistas. Todavia essa decisão deverá ser previamente comunicada ao mercado e especialmente a todos os cotistas através do mecanismo de comunicação que é usado para comunicação entre o fundo e os cotistas<sup>6</sup>.

## 2.4 POLÍTICA DE INVESTIMENTO

No momento em que o investidor decide investir o seu dinheiro, seja no tipo de investimento que será escolhido, essa decisão deverá ser feita seguindo alguns princípios básicos de investimento que são a segurança a rentabilidade e a liquidez, o grande problema é que esses pontos são normalmente contraditórios, devendo o investidor ponderar o quanto de cada um ele quer ou pode suportar para assim elaborar a sua política de investimento.

O exemplo mais notório disso é visto nas aplicações financeiras, onde se pode verificar a influência de cada um desses fatores; que se expressa desde a básica aplicação de um CDB (certificado de depósito bancário) onde o investidor deve

---

<sup>6</sup> AMARO, Luciano. **Direito Tributário Brasileiro**. 9 ed. São Paulo: Editora Saraiva. 2003 pg 145-148.

escolher entre o tipo de instituição financeira e o prazo da aplicação. Isso se deve que quanto maior e mais sólida for uma instituição financeira como um HSBC ou um JPCHASE menor será a rentabilidade, mas também menor será o risco desse investidor ter problemas com essa instituição. Assim se aplica também ao prazo da aplicação, pois quanto maior for o prazo a tendência é de os juros serem maiores que é um prêmio pela liquidez.

No caso do mercado de imóveis a segurança é o principal atrativo sempre, visto que o imóvel é sempre um investimento sólido chamado um bem de raiz, ou ativo real. No que tange a rentabilidade via de regra o mercado de imóveis não é um dos que apresenta maior rentabilidade como aplicações em bolsa de valores ou alguns mecanismos de derivativos. Entretanto é o mercado de imóveis um dos mais estáveis e constantes. Sendo que as oscilações dos preços dos imóveis em muito se refletem o nível de demanda do mercado variando mais em função disso do que qualquer outro componente.

A maior crítica dos produtos baseados no mercado imobiliário é sempre a liquidez, entretanto acredita-se que isso é relativo. Sabe-se que se o investidor imobiliário precisar dispor de seu patrimônio seja ele em imóveis ou em quotas de fundos imobiliários de forma muito urgente dificilmente terá êxito ao menos por um valor justo e rentável. Todavia, se for possível um pouco de espera ou ainda praticar certo deságio sempre encontrará compradores interessados em adquirir esses imóveis ou as quotas do Fundo de Investimento imobiliário.

O investidor dessa forma deve decidir compor a sua cesta de investimentos da forma que mais se enquadre a sua estrutura de personalidade e seus objetivos pessoais e financeiros. Aqueles investidores mais conservadores montarão uma carteira mais estável segura e com a tendência de ser menos rentável, composta de

CDBs, renda fixa, imóveis e Fundos de Investimento Imobiliário. Enquanto que os investidores mais agressivos deverão concentrar suas carteiras em ações, fundos derivativos, Long Short, e outros multi mercados com maiores riscos combinados de mercado, crédito e liquidez. O importante é sempre o investidor manter aquela máxima de não colocar todos os ovos na mesma cesta, como fala a sabedoria popular.

Os Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil tem um ambicioso objetivo a alcançar, assim como esse produto já alcançou no mundo. Esses Fundos pretendem ser um agente formador de poupança estável e de longo prazo, uma espécie de Funding, recurso escasso no Brasil<sup>7</sup>.

Os recursos captados são utilizados para fins imobiliários, dando liquidez e diluindo riscos do mercado imobiliário, ao mesmo tempo em que ajudarão a reduzir o custo final da obra graças à administração dos recursos em escala, aliado ainda com a possibilidade de que o construtor trabalhando com um fluxo de caixa bastante elevado poderá obter significativas vantagens na compra dos insumos necessários à execução da obra.

## 2.5 A FORMAÇÃO DA CARTEIRA DO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

O gestor do Fundo passa por um processo básico para a constituição de sua carteira imobiliária, obviamente que essa etapa ocorre após a regulamentação do Fundo. Pode-se elencar essas etapas da seguinte forma:

---

<sup>7</sup> AMATO, Fernando Bontorim. **Estratégia de Aplicação em Fundos de Investimento Imobiliário como estratégia de diversificação**. Disponível em: <[http://www.realestate.br/arquivos%20PDF/Fernando\\_VIIISemead.pdf](http://www.realestate.br/arquivos%20PDF/Fernando_VIIISemead.pdf)>. Acesso em 01 de Julho de 2006 pg 07.

- o empreendedor (incorporador e ou construtor) identifica oportunidades, define o projeto e o produto e aprova o projeto pelas vias normais do mercado imobiliário;
- posteriormente uma instituição financeira qualificada aprova o projeto e se encarrega dos trâmites normais, como as regulamentações adicionais, a veiculação de informações etc.;
- na terceira etapa é onde se acentua a transparência do processo, pois é aqui que ocorre o parecer de um consultor técnico ligado ao setor a que se destina o projeto;
- depois de concluída a fase anterior o projeto é enviado à CVM, que se encarrega da aprovação e do registro do fundo, autorizando a emissão das cotas;
- concluído o processo, a instituição financeira faz a colocação primária das cotas dando sinal verde para o empreendedor iniciar a obra.

Novamente deve-se ressaltar que o cotista nunca será o proprietário dos imóveis que pertencem ao Fundo, como já foi dito anteriormente ele será detentor da valorização que esses imóveis sofrerem assim como dos aluguéis que forem provenientes desses imóveis. A forma como o investidor poderá reaver o valor do capital principal investido por ele será através da venda dessas quotas no mercado.

Dessa forma o investidor poderá além de ter já recebido lucros e dividendos ao longo do período que esteve com seu capital investido no Fundo poderá ainda obter uma valorização do valor da quota, ou seja, a cota que o investidor inicialmente pagou hipoteticamente 1\$ estará valendo ao fim desse período 1\$ mais X\$ que será

a apreciação da cota no período, que ele obterá ao vender essa cota no mercado, ou até mesmo se for o caso do determinado Fundo em questão através de mercado secundário de ações da bolsa de valores.

Assim um Fundo de Investimento Imobiliário que mantém de forma restrita e exclusiva na sua composição um empreendimento de base imobiliária a figura do investidor que é o detentor de cotas desse Fundo. Assim as cotas serão cada uma a propriedade indireta de certa fração do empreendimento, não podendo ser então confundida com a de um acionista de uma sociedade, pois nesta cada acionista aplica recursos para que esta busque atingir determinados objetivos muito mais abrangentes.

Esses objetivos certamente terão a consequência direta da busca pela geração de lucro que remunerem o capital investido. Não existe dessa forma uma relação indireta de propriedade entre os acionistas de uma sociedade e seus ativos, mas no Fundo de Investimento Imobiliário existe sempre uma relação de propriedade indireta entre os cotistas do Fundo e o empreendimento nele obrigado.

No caso do Fundo de Investimento Imobiliário a situação é similar com a de qualquer outro Fundo de Investimento, pois o que existe é a consumação de uma comunidade de investimento que possui interesses comuns e que são exclusivos da propriedade que está securitizada e que deverá ser gerida pelo administrador, entretanto esses interesses nunca irão extrapolar o ambiente do empreendimento englobado pelo Fundo, diferente dos outros tipos de sociedade com objetivos mais abrangentes.

### **3 A ESTRUTURA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

Os fundos de investimentos imobiliários assim como outros Fundos de Investimentos como em renda fixa, derivativo e ações, são regulados e fiscalizados pela CVM, devido a tratar-se de captação de recursos públicos para investimentos. Sendo assim a quota do fundo de investimento imobiliário é quota mobiliária conforme dispõe o art. 3º da lei 8668/93. Pode-se dizer para o grande público que o fundo de investimento é como uma empresa, com muitas de suas deliberações pertinentes, como conselho de acionistas, aumentos de capital, assembléias e distribuições de resultados entre outros relativos ao dia a dia da operação.

No Brasil a CVM determinou que o fundo de investimento imobiliário deve ter as seguintes características:

- a administração possui a obrigatoriedade de ser feita por instituição financeira;
- o fundo não tem personalidade jurídica própria, a instituição financeira que carrega o fundo cede a sua personalidade jurídica ao fundo, dessa forma ela passa a ter a propriedade fiduciária dos integrantes do patrimônio que acabaram por se integrar ao restante do patrimônio da instituição;
- a determinação é que haja um mínimo de aplicação de 75% do patrimônio total do fundo de investimento imobiliário em bens e direitos imobiliários. O

restante do patrimônio deverá obrigatoriamente ser aplicado em renda fixa, não podendo ser utilizado para a aplicação em nenhum outro empreendimento<sup>8</sup>;

No caso de fundos que se dediquem à incorporação de imóveis e a construção, a integralização de capital poderá ser feita na medida em que a necessidade ocorrer. Outra faculdade é que os fundos podem através da emissão de novas cotas realizar aumento de capital;

Como já foi mencionado anteriormente o fundo é fechado, não sendo possível assim o resgate de cotas a qualquer tempo. O retorno do capital investido se dá através da distribuição de resultados, da venda de quotas ou da dissolução do fundo com a venda de seu patrimônio e a conseqüente restituição do valor das quotas aos cotistas.

Os imóveis do fundo serão divididos pelo nº de cotas existente no fundo sendo essas cotas sempre não resgatáveis, todavia o fundo só poderá começar a funcionar quando todas as suas quotas estiverem vendidas. O prazo de existência do fundo poderá ser determinado ou não.

Os gestores desses fundos terão a assessoria da bolsa de valores no tocante a alguns aspectos de relevante importância na administração do Fundo. Pode-se citar entre eles o auxílio na obtenção do registro de carteira, difusão dos negócios realizados junto aos meios de comunicação já utilizados pela bolsa, além da custódia da própria bolsa o que dessa forma irá reduzir significativamente os custos

---

<sup>8</sup> BELEZZA FILHO, Sérgio Domingues de Oliveira. **Fundos Imobiliários a revolução no investimento em imóveis**. Disponível em: <[www.lares.org.br/SL1\\_belleza.pdf](http://www.lares.org.br/SL1_belleza.pdf)>. Acesso em 24 de Junho de 2006 pg 12.

de administração do Fundo o que se dúvida será mais um estimulante aos investidores.

Além disso, a bolsa de valores poderá ser utilizada para a colocação primária de cotas no mercado através de leilões realizados nos pregões da mesma forma como se utiliza para colocar no mercado as debêntures.

### 3.1 A DISTRIBUIÇÃO DOS RESULTADOS

A lei que rege os Fundos de Investimentos Imobiliários é a lei nº 8668/93 que foi alterada pela lei nº 9779/99, sendo através desses mecanismos legais que o fundo será regido devendo distribuir seus resultados de maneira conforme a esses textos legais:

- a distribuição de resultados do fundo deverá ser feita com um mínimo de 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;
- os ganhos de capital e rendimentos que o fundo obtiver no momento em que forem distribuídos aos cotistas deverão sofrer a incidência de imposto de renda na fonte na alíquota de 20%;
- os ganhos de capital e rendimentos auferidos na alienação de quotas também se sujeitam à incidência do imposto de renda a alíquota de 20%;
- o fundo no momento de aplicar recursos num determinado empreendimento imobiliário que tenha como incorporador construtor ou sócio, de forma isolada ou que possua algum vínculo com ele, à proporção de mais de 25%

das quotas do fundo não contará com regime diferenciado, estando sujeito à tributação aplicável as pessoas jurídicas.

### 3.2 LIQUIDAÇÃO DO FUNDO:

Compete de forma privativa à assembléia geral de cotistas, deliberar sobre a dissolução ou liquidação do fundo quando estas não estiverem previstas e disciplinadas no regulamento. Se ocorrer de o Fundo ser descredenciado ou sofrer renúncia por parte da CVM ou ainda destituição pela assembléia geral do administrador, à assembléia geral caberá eleger uma substituta ou deliberar sobre a liquidação do Fundo.

Em casos onde houver problemas mais sérios sendo necessário à liquidação judicial ou extrajudicial do Administrador, tendo a assembléia não conseguido eleger nos prazos legais convencionados de 30 dias úteis estabelecer um novo administrador, caberá ao Banco Central do Brasil nomear uma nova instituição para que seja a nova instituição a processar a liquidação do Fundo. Sendo que no caso da liquidação do Fundo é permitido aos cotistas o resgate das quotas integralizadas.

## **4 A DEPRECIAÇÃO NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS**

Um tema que preocupa tanto administradores quanto investidores e ou potenciais investidores, é a depreciação, pois o imóvel é um bem que é sujeito à depreciação pelo uso e pelo tempo assim como está sujeito à apreciação em função de a zona onde está situado sofrer uma valorização. Entretanto a forma como isso irá afetar positivamente ou negativamente o investimento é o que se tentará abordar nesse capítulo.

Numa sociedade o princípio de contabilizar depreciação está preso a dois fatores: o aspecto fiscal de permitir à sociedade excluir de seus lucros uma parcela à conta de que seus ativos perderam valor pelo seu uso; o segundo fator é o fato de fazer registrar o desgaste do ativo para refletir sobre a propriedade dos detentores de seu capital a perda patrimonial correspondente. No caso específico dos Fundos de Investimento Imobiliário não há necessidade de fazer referência específica a eles, pois os mesmos são isentos dessa carga, que incidirá apenas sobre cada membro do Fundo de forma individual.

Sabe-se que o valor de um empreendimento não está exclusivamente preso ao valor dos imóveis que este abriga. A forma de analisar valor de uma propriedade imobiliária é muito mais complexa envolvendo diversos outros fatores. Isso se deve principalmente ao terreno que nunca sofre depreciação pelo uso, pelo contrário à

tendência é sempre de uma evolução ascendente de valor. Sendo assim o único elemento que se pode atribuir depreciação são as parcelas referentes à edificação<sup>9</sup>.

Sabe-se ainda que empreendimentos imobiliários apresentem no seu ciclo operacional valorização, o que se pode perceber ao analisar a grande maioria das transações imobiliárias existentes. Isso se deve principalmente ao fato de que os empreendimentos têm uma fase de maturação na sua capacidade de geração de resultados. Assim que o valor agregado do imóvel é crescente na medida de que ao longo de sua exploração for se comprovando que é capaz de se gerar mais riqueza a partir desse imóvel.

Essa valorização é sempre variável e o seu registro só poderá ser feito através de uma análise de valor processada de tempos em tempos, pois não respeita nenhuma hierarquia rígida, apesar de com o uso do conceito moderno de valor se tentar prever qual seria o potencial de incremento desse valor.

Relativo exclusivamente ao edifício o que se busca registrar são as despesas de conservação e manutenção do imóvel que corresponde exclusivamente ao desgaste do ativo no conceito de depreciação. Mesmo com manutenção e conservação adequada o imóvel tende a ir ficando velho e com isso a sua parte que é construída tende a sofrer uma depreciação anual.

O valor de um ativo está associado à sua capacidade de geração de renda, em padrões de desempenho, o que só irá ocorrer se for possível manter a qualidade do empreendimento o mais homogênea possível, o que como já se falou antes só se faz com manutenção e conservação contínua. Utilizando sempre recursos em

---

<sup>9</sup> MAIA, Francisco. **Fundo de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <<http://www.precisao.eng.br/fmnresp/fundo.htm>>. Acesso em 24 de Junho de 2006.

intervalos esparsos com a finalidade de adequação e atualização funcional, até um ponto extremo tal onde seja necessário reciclar o empreendimento. Quando se utiliza o conceito de reciclar deve-se salientar que surge menos do desgaste da edificação no sentido de não mais permitir a geração de renda e mais no sentido de um desgaste de seus atributos, no que diz respeito às inovações que vão ocorrendo no meio imobiliário e que pela rigidez do imóvel só é possível incorporá-las a título de atualização funcional e ainda de forma parcial.

Dessa forma convencionou-se que todo o recurso que se aplicar a qualquer título no ativo deverá ser representado como a contrapartida do seu desgaste não havendo dessa forma sentido que se admita associar conservação e manutenção a despesas e acima ainda delas agregar o desgaste. Ainda em muitos casos as despesas de conservação e manutenção são por critérios contratuais cobrados dos usuários, sendo possível esse reembolso eleva em muito a rentabilidade obtida pelo proprietário do imóvel.

No caso de um Fundo de Investimento Imobiliário for registrado o desgaste do imóvel para dissociar a renda da parcela consumida do ativo, dever-se-á a ela agregar os recursos aplicados à conta de qualquer aplicação que se tenha feito na edificação, seja para conservação, manutenção, atualização ou adequação funcional, pois se trata evidentemente de reposição do próprio desgaste.

A análise do desgaste sempre é um fato contraditório, pois envolve uma série de fatores sendo alguns deles pouco objetivos. Do ponto de vista prático é necessário à realização da análise do valor do bem em questão, pois assim permitiria elaborar as regras sobre o comportamento de todos os fatores como custo, valorização manutenção etc. Dessa forma a análise de valor será uma ferramenta de

extrema utilidade para os administradores do Fundo. Essa ferramenta será útil tanto para medir perdas como para medir a real valorização do imóvel.

Para o cálculo efetivo da desvalorização deverá se tomar bastante cautela, pois há diferenças sutis entre o que se aplica continuamente em conservação, manutenção, adequação ou atualização funcional, pois cada item desses impactará de forma diferente na rentabilidade dos imóveis que compõe a carteira do Fundo. Administradores mais cautelosos e experientes tenderão a formar um fundo de reserva dentro do Fundo com a finalidade de atender reparos ou manutenções inesperadas ou que não tenham sido corretamente provisionadas pelo administrador anteriormente, não permitindo assim que esses eventos venham a comprometer o desempenho ou o caixa do Fundo de Investimento Imobiliário.

Entretanto como já foi dito anteriormente, os proprietários dos Fundos Imobiliários são sempre seus cotistas sempre haverá a prerrogativa de não se fazer nenhuma provisão para uma eventualidade dessas. Para isso o administrador irá utilizar o princípio gerencial que haverá contribuições futuras quando necessário para promover reparos ou adequações.

Dessa forma os recursos retidos no Fundo à conta desse Fundo de reserva poderão ser distribuídos como resgate parcial de cotas e em se fazendo necessário no futuro aplicar os recursos que o Fundo não possua, mas que os cotistas entendam necessário aportar. Isso poderá ser feito tanto através de uma nova emissão de cotas para a subscrição destes ou ainda de terceiros, o que irá reequilibrar o problema, sem maiores conturbações ou perdas. Caso os proprietários decidam que não há porque aplicar recursos novos e deixarem o bem se deteriorar, o que irá acarretar em perda de rentabilidade, tratar-se de uma decisão

administrativa, ineficaz, mas ainda assim apenas uma decisão administrativa que todo o investidor tem direito de tomar em relação ao seu patrimônio.

#### 4.1 A ANÁLISE DE VALOR PARA O INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Como em todos os negócios o valor é um conceito um tanto quanto abstrato e pode ser analisado através de várias interpretações e métodos. Neste trabalho tentar-se-á utilizar algumas fórmulas genéricas para se analisar o valor:

- a) comparação: quando é possível identificar uma amostra qualificada de transações que envolvam bens comparáveis com o que se está analisando e desta amostra se extrair os parâmetros que induzem a análise de valor.
- b) avaliação: feito a partir da avaliação do custo de reprodução que trata de estimar qual poderia ser o custo de produzir um bem equivalente ao que está em análise. No caso do mercado da construção civil, será o preço para comprar a obra pronta e operando não somente a estimativa de custos para refazê-la levando em consideração, portanto margens para cobertura de riscos e de resultado do produtor.
- c) análise: trata-se de uma análise de quanto um investidor não aparente e avesso ao risco, portanto trabalhando com taxa de atratividade conservadora para seus investimentos pagaria pelo bem, para dele obter retorno que produza essa taxa de atratividade arbitrada. Esse preço será o valor da transação do bem para esse particular investidor, que será o chamado custo de oportunidade de investimento, que é suportado por um binômio composto de dois parâmetros normalmente antagônicos que são

risco x retorno, num padrão de rentabilidade que o investidor está esperando obter, e que resultará nessa taxa de retorno de referência<sup>10</sup>.

Essas são as fórmulas como se pode mensurar o valor em um empreendimento imobiliário, devendo o administrador de um Fundo de Investimento Imobiliário utilizar aquelas que ele achar mais adequada para a mensuração dos resultados que ele pretende atingir. Ainda mais no caso de um produto novo como os Fundos de Investimento Imobiliário que ainda possuem uma desconfiança do investidor brasileiro, desconfiança essa que se pode atribuir muito mais a uma ignorância quanto ao produto e a forma como ele apresenta a relação de risco retorno.

Sendo assim acredita-se que à parte de análise de valor é uma das mais importantes no caso desses Fundos, pois diferente de outros Fundos de Investimento ela permite uma carga subjetiva, a qual o administrador não deverá se valer, ele deve sim sempre procurar atingir a mensuração de valor dos bens que compõe a sua carteira da forma mais realista e objetiva, para que ao mesmo tempo em que não cause falsas ilusões ao investidor, também seja um estímulo para a propagação desse produto que se acredita ser muito vantajoso tanto para a economia brasileira quanto para o investidor.

A fim de simplificar a análise dos retornos e dos comportamentos dos Fundos podem-se constatar três indícios em termos de comportamento dos Fundos.

---

<sup>10</sup> CATALDI, Giovani. **Fundos de Investimento Imobiliário voltam a ser atraentes**. Disponível em: <[http://www.aemp.com.br/p\\_colunistas\\_mostra\\_colunista\\_detalhe.php?id\\_colunista=19&id\\_colunista\\_artigo=250](http://www.aemp.com.br/p_colunistas_mostra_colunista_detalhe.php?id_colunista=19&id_colunista_artigo=250)>. Acesso em 01 de julho de 2006.

A) O valor de mercado das cotas dos fundos está fortemente influenciado pela capacidade destes remunerar seus investimentos por meio de pagamento de dividendos, que é um fruto da exploração do lastro imobiliário.

B) A incorporação da análise da rentabilidade dos valores de mercado das cotas produz um incremento substancial na volatilidade de renda dos Fundos de Investimento Imobiliário, que por sua vez faz com que esses Fundos sejam visualizados como ativos de baixa liquidez e com um grau de risco superior a outros investimentos com melhor rentabilidade;

C) A rentabilidade de uma carteira homogênea de Fundos de Investimento Imobiliário não consegue ser explicada pelos retornos de combinações de quaisquer outros ativos financeiros. Isso sinaliza uma tendência que esses Fundos estão correlacionados de forma muito mais forte e quase que exclusiva com o mercado da construção civil e em particular com os empreendimentos de base imobiliária.

#### 4.2 ANÁLISE DE RENTABILIDADES

Os Fundos de Investimento Imobiliários como foi abordado ao longo desse trabalho, portanto os produtos originários dessa atividade são relativamente novos e os seus resultados não representam uma tendência muito consolidada como de outros fundos de investimento como os DI. Devido que se acredita que é necessária a análise de anos de rentabilidade de um produto para que seja possível fazer algumas correlações de forma contundente.

Nesse trabalho se utiliza o comparativo de Fundos exclusivos da Caixa Econômica Federal, por diversas razões, que são o pioneirismo desse Banco em abrir ao grande público esses Fundos de Investimento Imobiliário e segundo por ser

junto com o Banco do Brasil o Banco mais acessível ao aplicador médio brasileiro, visto que esse trabalho visa além de explicitar o funcionamento e origem desse produto, também como uma alternativa interessante para o que se chama de investidor comum. Ou seja, aquele aplicador que não possui nem uma grande instrução sobre mercado financeiro e aplicações, nem mesmo uma grande quantia de recursos para aportar num produto específico.

Uma ressalva que se deve fazer ao se analisar as rentabilidades de um Fundo de Investimento imobiliário é que diferente de qualquer outro Fundo onde o rendimento exprime o rendimento total da aplicação, na aplicação imobiliária é diferente. Na medida em que o rendimento é a distribuição dos resultados oriundos de locações e, ou vendas das unidades que compõe o Fundo. Entretanto, comumente existe um ganho adicional, devido ao fato de que o imóvel tende a se valorizar e muitas vezes no caso de um imóvel locado isso não se exprime de forma integral na locação e só no momento da venda<sup>11</sup>.

Esse ganho adicional não é de tão fácil compreensão, mais decorre da valorização das unidades autônomas locadas onde por um contrato de locação de prazo longo que só permita reajustes pelo índice da inflação. Nesse caso o imóvel valoriza-se acima da inflação e essa valorização só será repassada aos cotistas dos Fundos Imobiliários no momento da venda das unidades. Essa é uma das razões pelas quais se necessitaria de uma análise por um prazo mais longo para ter uma idéia da real rentabilidade desses Fundos de Investimento Imobiliário.

Abaixo estão quatro gráficos de Fundos da Caixa Econômica Federal, os dois primeiros são relativos a Fundos de Investimento imobiliário e os últimos são

---

<sup>11</sup> CEF. Caixa Econômica Federal. Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br>>. Acesso em 25 de junho de 2006.

referentes a Fundos de renda Fixa, o primeiro de valor inicial mais baixo e com menor risco e o segundo com um valor inicial um pouco maior e um risco um pouco maior.

Tabela 1 - FII Ed. Almirante Barroso

<b>Informativo de Rentabilidade</b>				
<b>Rentabilidade do FII Ed. Almirante Barroso</b>				
Mês	2005		2006	
	Rentabilidade	Rendimento/ cota	Rentabilidade	Rendimento/ cota
Janeiro	1,188%	R\$ 11,88	1,328%	R\$ 13,28
Fevereiro	1,186%	R\$ 11,86	1,323%	R\$ 13,23
Março	1,204%	R\$ 12,04	1,328%	R\$ 13,28
Abril	1,327%	R\$ 13,27	1,342%	R\$ 13,42
Maio	1,330%	R\$ 13,30	1,345%	R\$ 13,45
Junho	1,332%	R\$ 13,32	1,344%	R\$ 13,44
Julho	1,324%	R\$ 13,24		
Agosto	1,332%	R\$ 13,32		
Setembro	1,329%	R\$ 13,29		
Outubro	1,329%	R\$ 13,29		
Novembro	1,328%	R\$ 13,28		
Dezembro	1,322%	R\$ 13,22		
Acum. ano	15,53%	R\$ 155,30	8,010%	R\$ 80,10
Acumulado últimos 12 Meses			15,974%	

Fonte: CEF

Tabela 2 - FII Torre Almirante

<b>Informativo de Rentabilidade</b>				
<b>Rentabilidade do FII Torre Almirante</b>				
Mês	2005		2006	
	Rentabilidade	Rendimento/ cota	Rentabilidade	Rendimento/ cota
Janeiro	1,024%	R\$ 10,24	0,995%	R\$ 9,95
Fevereiro	1,024%	R\$ 10,24	0,998%	R\$ 9,98
Março	1,024%	R\$ 10,24	0,995%	R\$ 9,95
Abril	1,024%	R\$ 10,24	0,979%	R\$ 9,79
Maio	1,024%	R\$ 10,24	0,995%	R\$ 9,95
Junho	1,024%	R\$ 10,24	0,996%	R\$ 9,96
Julho	1,024%	R\$ 10,24		
Agosto	1,024%	R\$ 10,24		
Setembro	1,007%	R\$ 10,07		
Outubro	0,999%	R\$ 9,99		
Novembro	0,995%	R\$ 9,95		
Dezembro	0,993%	R\$ 9,93		
Acum. ano	12,186%	R\$ 121,86	5,958%	R\$ 59,58
Acumulado últimos 12 Meses			12,000%	

Fonte: CEF

Tabela 3 - Fundo de RF longo prazo

<b>Informativo de Rentabilidade</b>				
Rentab. do fundo CAIXA FIC PRÊMIO RF LONGO PRAZO				
MÊS	2005		2006	
	FUNDO (%)	CDI* (%)	FUNDO (%)	CDI *(%)
Janeiro	1,271%	1,381%	1,324%	1,429%
Fevereiro	1,120%	1,214%	1,042%	1,139%
Março	1,416%	1,520%	1,259%	1,421%
Abril	1,285%	1,407%	0,946%	1,078%
Mai	1,364%	1,499%	1,094%	1,278%
Junho	1,456%	1,585%	1,032%	1,184%
Julho	1,364%	1,510%		
Agosto	1,479%	1,653%		
Setembro	1,399%	1,500%		
Outubro	1,286%	1,405%		
Novembro	1,366%	1,378%		
Dezembro	1,392%	1,468%		
Acumulado Ano	17,456%	18,999%	6,887%	7,769%
Acumulado últimos 12 meses			16,055%	17,740%

Fonte: CEF

Tabela 4 - Fundo de Renda Fixa longo prazo plus

<b>Informativo de Rentabilidade</b>				
Rentab. do fundo CAIXA FIC PREFERENCIAL DI LONGO PRAZO				
MÊS	2005		2006	
	FUNDO (%)	CDI (%)	FUNDO (%)	CDI (%)
Janeiro	1,389%	1,381%	1,403%	1,429%
Fevereiro	1,209%	1,214%	1,114%	1,139%
Março	1,502%	1,520%	1,359%	1,421%
Abril	1,370%	1,407%	1,025%	1,078%
Mai	1,452%	1,499%	1,214%	1,278%
Junho	1,543%	1,585%	1,122%	1,184%
Julho	1,455%	1,510%		
Agosto	1,587%	1,653%		
Setembro	1,492%	1,500%		
Outubro	1,368%	1,405%		
Novembro	1,384%	1,378%		
Dezembro	1,449%	1,468%		
Acumulado Ano	18,621%	18,999%	7,458%	7,769%
Acumulado últimos 12 meses			17,193%	17,740%

Fonte: CEF

Como se pode observar os Fundos de Investimento Imobiliário obtiveram uma rentabilidade um pouco inferior em especial o segundo Fundo, entretanto, esses

Fundos possuem uma oscilação menor e, portanto menor risco ao investidor. Ambos os Fundos são compostos da seguinte maneira, são um edifício comercial de alto valor com um contrato de locação por prazo muito longo e renovável feito com a própria Caixa, logo é um investimento de risco baixíssimo e sobremaneira interessante<sup>12</sup>.

Sendo assim pode se dizer que o Fundo de Investimento imobiliário é uma excelente opção de aplicação, não apenas pela segurança que o investimento em imóveis apresenta como também pela diversificação num produto de alto interesse e solidez, talvez o mais renomado ativo como investimento em todo o mundo. Pode-se dizer ainda que mesmo o investidor mais arrojado que queria uma carteira um pouco mais agressiva e volátil, a fim de buscar um maior retorno deve ter em seu portfólio uma parcela em investimento em imóveis.

---

<sup>12</sup> CEF. Caixa Econômica Federal. Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br>>. Acesso em 25 de junho de 2006 pg 02-04.

## CONCLUSÃO

A elaboração desse trabalho foi de extrema importância para o entendimento do melhor funcionamento dos Fundos de Investimentos Imobiliários que são um mecanismo já tão consolidado em todo o mundo em especial nos Estados Unidos com os REITs. Sabe-se que um fator de extrema importância para a pujança da economia norte americana é o excelente resultado da construção civil, que é um setor que para sua plena funcionalidade engloba diversos outros setores intermediários que estão interligados, assim incrementos no nível de atividade da construção civil geram resultados muito expressivos na economia como um todo.

Dessa forma o Brasil acabou incorporando essa modalidade de investimento que vêm trazendo resultados já muito bons para a sociedade brasileira assim como para o investidor. Na medida em que muitos empreendimentos de grande porte como os que foram utilizados como exemplo nesse trabalho só puderam ser viabilizados na medida dos Fundos de Investimento Imobiliário capitalizaram. Muitas vezes empreendimentos dessa ordem de valor de custo de mais de R\$ 100.000.000,00 só podem ser viabilizados com esse tipo de recurso, pois seria muito arriscado para o construtor vir a mercado tomar esse volume de recursos a juros. Dessa forma os Fundos Imobiliários acabam exercendo esse papel que é também de extrema importância.

Além disso, acredita-se que um dos principais papéis dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil é o de aumentar a cultura de investimento em imóveis para o pequeno e médio investidor. Visto que com a ausência desses produtos seria praticamente impossível um investidor de porte mais reduzido atuar no mercado imobiliário, seja pela natural barreira a entrada que esse mercado forma devido ao elevado custo de aquisição da unidade na sua integralidade.

O outro empecilho é a grande desvantagem que o pequeno e eventual comprador de imóvel terá ao entrar no mercado, pois sem dúvida os valores e as melhores oportunidades serão completamente distintas para ele do que para o grande investidor. Dessa forma os Fundos Imobiliários vem trazendo uma maior igualdade de oportunidades a todos os investidores independentemente de sua potencialidade.

Aliado a isso os Fundos de Investimento Imobiliário vem proporcionando resultados muito satisfatórios com retornos muito próximos a 100% do CDI, com a grande diferença de ter uma tributação menor o que torna os rendimentos ainda mais parecidos. Além disso, num Fundo Imobiliário como se sabe a composição é quase que exclusiva de imóveis e via de regra de imóveis de alta qualidade e liquidez, o que torna o investimento muito mais seguro que outros.

Fala-se dessa maior segurança com convicção devido ao fato de no Brasil como se sabe já foram feitos diversos planos econômico e alguns de eficácia no mínimo controversa, para não falar outra coisa. Nesses planos houve confisco de recursos em poder do aplicador, má desvalorização da moeda entre outros fatores macroeconômicos de aplicação inédita que acabaram sendo extremamente prejudicial ao investidor. No entanto nada disso acontece com imóveis é uma aplicação sempre sólida e segura, mesmo que o imóvel fique um período

desocupado o principal da aplicação estará sempre resguardado, e certamente os frutos voltarão a ser colhido dentro de um tempo.

Entretanto os Fundos de Investimento Imobiliário ainda atravessam um momento de uma divulgação não muito expressiva e ainda não ocupam a posição que mereciam, isso acaba ocasionando um problema que é a baixa liquidez que os mesmos acabam tendo muitas vezes. Como se falou não é possível resgatar o valor da aplicação ao longo do tempo de existência do Fundo, o que é possível apenas é a venda de cotas no mercado secundário, como muitas vezes a liquidez é baixa se o investidor necessitar realizar o principal ele terá que se sujeitar a realizar um valor um pouco menor como prêmio pela liquidez.

Sendo assim pode-se concluir que os Fundos de Investimento imobiliário são uma excelente forma de aplicação com ótima rentabilidade e segurança, agora a missão a ser feita no Brasil é um trabalho forte de divulgação a fim de tornar popular essa forma de investimento tão eficiente e popular no resto do mundo. Como já foi mencionado através do investimento nesse tipo de Fundo além das vantagens que o mesmo oferece ao investidor o investimento imobiliário é extremamente benéfico à economia do país, principalmente num país como o Brasil que tem uma elevada carência de empregos e a economia produtiva precisa de estímulos, e nada melhor do que a poupança privada para estimular a economia.

Acredita-se assim que deve ser feito um trabalho de divulgação nos moldes do que foi feito para o investimento em ações com dinheiro oriundo do Fundo de Garantia do Trabalhador Assalariado FGTS, com participação de artistas e forte apelo da mídia. Além de com isso estar estimulando um investimento extremamente seguro como em imóveis está-se estimulando a economia do país, que com certeza

com a alocação de vultosos recursos em construção civil forma-se a tendência do Brasil entrar num círculo virtuoso.

## REFERÊNCIAS

AMARO, Luciano. **Direito Tributário Brasileiro**. 9 ed. São Paulo: Editora Saraiva. 2003.

AMATO, Fernando Bontorim. **Estratégia de Aplicação em Fundos de Investimento Imobiliário como estratégia de diversificação**. Disponível em: <[http://www.realestate.br/arquivos%20PDF/Fernando\\_VIIISeiad.pdf](http://www.realestate.br/arquivos%20PDF/Fernando_VIIISeiad.pdf)>. Acesso em 01 de Julho de 2006.

BELEZZA FILHO, Sérgio Domingues de Oliveira. **Fundos Imobiliários a revolução no investimento em imóveis**. Disponível em: <[www.lares.org.br/SL1\\_belleza.pdf](http://www.lares.org.br/SL1_belleza.pdf)>. Acesso em 24 de Junho de 2006.

BELEZZA FILHO, Sérgio Domingues de Oliveira. **Fundos Imobiliários A experiência americana**. Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br/carac.htm>>. Acesso em 03 de junho de 2006.

BELEZZA FILHO, Sérgio Domingues de Oliveira. **O Histórico dos Fundos de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <[http://www.fundoimobiliario.com.br/fii\\_mundo.htm](http://www.fundoimobiliario.com.br/fii_mundo.htm)>. Acesso em 03 de Junho de 2006.

BELEZZA FILHO, Sérgio Domingues de Oliveira. **A constituição de um Fundo de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br/oquee.htm>>. Acesso em 03 de Junho de 2006.

BELEZZA FILHO, Sérgio Domingues de Oliveira. **Vantagens do Fundo de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br/vantagens.htm>>. Acesso em 14 de Junho de 2006.

CATALDI, Giovani. **Fundos de Investimento Imobiliário voltam a ser atraentes**. Disponível em: <[http://www.aemp.com.br/p\\_colunistas\\_mostra\\_colunista\\_detalhe.php?id\\_colunista=19&id\\_colunista\\_artigo=250](http://www.aemp.com.br/p_colunistas_mostra_colunista_detalhe.php?id_colunista=19&id_colunista_artigo=250)>. Acesso em 01 de julho de 2006.

CEF. Caixa Econômica Federal. Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br>>. Acesso em 25 de junho de 2006.

CVM. **Caderno de Fundo de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/protin/caderno6.asp](http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno6.asp)>. Acesso em 04 de Junho de 2006.

CVM. **Caderno de Fundo de Investimento Imobiliário 2**. Disponível em:

<[www.cvm.gov.br/port/protin/caderno7.asp](http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno7.asp)>. Acesso em 04 de Junho de 2006.

FORTUNA Eduardo. **Mercado Financeiro**. 16 ed. Rio de Janeiro: Editora Qualitymark, 2005.

LIMA JR, João da Rocha. **Fundos de Investimento Imobiliários e Títulos de Base Imobiliária**. Disponível em

<<http://www.publicacoes.pcc.usp.br/PDFs%20novos/BTs/BT-130.pdf>>. Acesso em 24 de Junho de 2006.

LIMA JR, João da Rocha. **Fundo de Investimento Imobiliário com Portfólio de Base Imobiliária; notas sobre a depreciação de um ativo**. Disponível em <[www.realestate.br/arquivos%20PDF/BT%20PCC%2099.pdf](http://www.realestate.br/arquivos%20PDF/BT%20PCC%2099.pdf)>. Acesso em 24 de Junho de 2006.

MAIA, Francisco. **Fundo de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <<http://www.precisao.eng.br/fmnresp/fundo.htm>>. Acesso em 24 de Junho de 2006.

MAIA, Francisco. **Fundo de Investimento Imobiliário 2**. Disponível em: <<http://www.precisao.eng.br/fmnresp/fundo2.htm>>. Acesso em 24 de Junho de 2006.

MÉTHODUS. **Gestão de Fundos Imobiliários**. Disponível em:

<<http://www.methodus.com/tempfiles/309.asp>>. Acesso em 01 de Julho de 2006.

